

8 marca 2010

Aktualizacja raportu


**Przemysł
Elektromaszynowy**
Polska

Cena bieżąca	2,60 PLN
Cena docelowa	2,16 PLN
Kapitalizacja	1,2 mld PLN
Free float	0,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,6 mln PLN

Famur

FMFR.WA; FMF.PW

Sprzedaj

(Niezmieniona)

Słaba perspektywa 2010

Wyniki czwartego kwartału były rozczarowujące. Przychody ze sprzedaży spadły o 51,1% r/r, a wartość zysku operacyjnego bez uwzględnienia odpisów aktualizujących była o 79,9% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Spółka by pokryć koszty stałe zmuszona jest do zejścia z ceną w przetargach, co znalazło swoje miejsce w rentowności wyniku operacyjnego. Spodziewamy się, że czwarty kwartał nie będzie tym ostatnim, który negatywnie zaskoczy inwestorów. Spółka przy mniej chłonnych rynkach zagranicznych, będzie musiała koncentrować się na rynku krajowym. Tu z kolei słabe wyniki finansowe kopalni, mniejsza płynność spółek górniczych i konkurencja taniego węgla z Rosji negatywnie wpłynąć będzie na poziom wydatków inwestycyjnych. Mniejsza chłonność rynku krajowego wzmacniać będzie konkurencję w branży. Uważamy również, że niemożliwe jest szybkie odrobienie poziomu przychodów w segmentach odlewów i urządzeń dźwigowych. Prognozujemy powolny wzrost przychodów w tych segmentach w pierwszej połowie roku i nieco wyższą dynamikę w drugiej połowie. Rekomendujemy sprzedaż akcji Famuru, a cenę docelową obniżamy z 2,20 PLN na 2,16 PLN za akcję.

Struktura akcjonariatu

TDJ Investments Sp. z o.o.	71,28%
ING OFE	6,19%
Tomasz Domogała	5,68%
Aviva OFE	5,09%
Pozostali	11,76%

Strategia dotycząca sektora

W bieżącym roku spodziewane jest pogorszenie płynności spółek górniczych oraz mniejsze wydatki inwestycyjne kopalni. Z kolei mniejsza chłonność rynków zagranicznych będzie wpływała na większą rywalizację na terenie kraju. To przełoży się na niższy poziom realizowanych marży. Na ożywienie w branży przyjdzie jeszcze prawdopodobnie poczekać do drugiej połowy bieżącego roku.

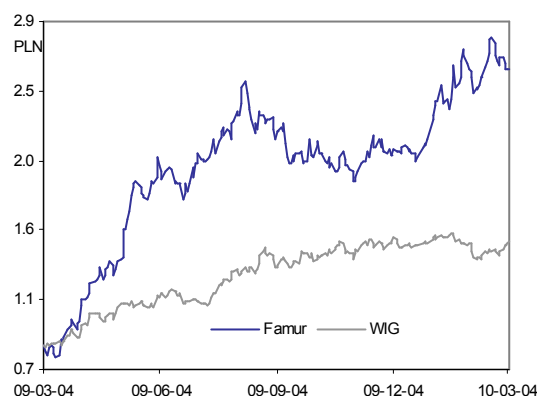
Profil spółki

Famur jest dostawcą kompletnych systemów wydobywczych dla kopalń, w tym zmechanizowanych kompleksów ścianowych, obudów zmechanizowanych, oraz podpór i siłowników hydraulicznych. Spółka jest dostawcą urządzeń do transport i przeladunku różnorodnych materiałów masowych oraz do transportu ludzi. Do grupy należą również dwie odlewnie produkujące na potrzeby przemysłu stoczniowego i samochodowego.

Ważne daty

30.04 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2009
17.05 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q1

Kurs akcji FMF na tle WIG



Perspektywa na 2010 rok

W bieżącym roku czołowi producenci maszyn i urządzeń dla górnictwa w Polsce spodziewają się 12 przetargów na kompleksy ścianowe (obudowy zmechanizowane) i 100 - 110 przetargów na kombajny ścianowe. To biorąc pod uwagę niski poziom backlogu producentów maszyn powodować będzie, że przy wciąż małej chłonności rynków zagranicznych dostawcy sprzętu zmuszeni będą do wzmożonej konkurencji na rynku lokalnym. Widzimy również zagrożenie płynące ze strony mocno osłabionych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa (Glinik). Zdesperowani, żeby przedłużyć swoją działalność, będą zdecydowani do składania bardzo agresywnych zapytań ofertowych. Naszym zdaniem do wyścigu o nowe zlecenia przy niesprzyjającym otoczeniu makroekonomicznym prędzej czy później stanąć będzie musiał również Famur. To jednak znajdzie swoje miejsce w realizowanych przez Spółkę wynikach operacyjnych. W segmentach odlewów i urządzeń dźwigowych spodziewamy się, że sprzedaży sprzyjać będzie wciąż korzystny dla eksporterów poziom złotówki w stosunku do euro. Nadal jednak mały popyt w branży motoryzacyjnej i stoczniowej będzie powodem odłożenia w czasie decyzji o odbudowie zapasów przez producentów.

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P
Przychody	909,2	1089,1	695,1	664,8	720,1
EBITDA	165,6	199,0	133,5	105,3*	132,7*
marża EBITDA	18,2%	18,3%	19,2%	15,8%*	18,4%*
EBIT	138,5	164,2	100,7	71,1*	94,8*
Zysk netto	115,4	59,1	58,0	54,0*	75,2*
P/E	10,9	21,2	21,6	23,2*	16,6*
P/CE	8,8	13,3	13,8	15,8*	18,4*
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	9,2	6,8	10,0	11,8*	9,1*
DYield	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*Dane bez uwzględnienia dofinansowania w ramach rozbudowy zakładów „Famur-2”

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Wyniki 4Q2009

Przychody ze sprzedaży w 4Q2009 były o 51,1% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej i o 55,7% wyższe niż w 3Q2009. Największe spadki sprzedaży miały miejsce w segmentach innych urządzeń dla górnictwa (-69,2% r/r), odlewów (-63,0% r/r) i urządzeń dźwigowych (-60,4% r/r). Naszym zdaniem negatywnie zaskoczyły przychody segmentu odlewów i urządzeń dźwigowych. Wcześniej mieliśmy nadzieje, że o ile przychody segmentu odlewów będą niższe niż rok wcześniej, to czwarty kwartał przyniesie odreagowanie związane z korzystnym kursem złotówki do dolara. W rzeczywistości jednak segment ten zanotował dalszy spadek przychodów, które ostatecznie były o 13,0% niższe niż w 3Q2009. Podobnie sytuacja kształtowała się w segmencie urządzeń dźwigowych i przeładunkowych, w którym przychody w porównaniu do 3Q2009 były o 46,4% niższe. Spodziewaliśmy się, że za sprawą sprzyjającego słabego kursu złotówki omawiany segment, nastawiony głównie na sprzedaż eksportową będzie pierwszym, który będzie odbijał się od dna. Pozytywnie z kolei zaskoczyły przychody segmentu maszyn górniczych, które mimo że były o 50,5% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej, to jednocześnie były o 149,4% wyższe niż w 3Q2009. Famur w obliczu braku zamówień głównego segmentu zmuszony był do zejścia z ceną w przetargach na sprzęt górniczy celem zapewnienia przychodów, które choć w pewnym stopniu pokryłyby koszty stałe. To jednak znalazło swoje odzwierciedlenie w realizowanych w ramach segmentu marżach. W sumie marża brutto ze sprzedaży spadła z 40,1% zanotowanych w 1-3Q2009 do 20,1% w 4Q2009. W przyszłości to niestety będzie powodowało, że kolejne kwartały również powinny charakteryzować się niższą rentownością wymienionego segmentu, gdyż wiele z kontraktów jest realizowanych w formie długookresowych umów leasingu (1-2 lat).

Zysk operacyjny w 4Q2009 wyniósł -6,1 mln PLN wobec 54,7 w 4Q2008. Ten był jednak dodatkowo obciążony utworzonymi odpisami aktualizującymi na zapasach w wysokości 11,1 mln PLN oraz odpisami aktualizującymi należności w wysokości 6,3 mln PLN. Bez wymienionych odpisów wynik ten wyniósłby 11,3 mln PLN i byłby o 26,3% niższy niż wynikałoby to z naszych prognoz. Spadek zysku operacyjnego związany był przede wszystkim ze spadkiem rentowności wykonywanych zamówień oraz spadku przychodów ze sprzedaży. W sumie marża zysku brutto ze sprzedaży spadła z 35,4% w 1-3Q2009 do 16,1% w 4Q2009. Wartość EBITDA spadła z 65,2 mln PLN w 4Q2008 do 1,8 mln PLN w 4Q2009.

Zysk netto w 4Q2009 wyniósł -2,6 mln PLN wobec -3,3 mln PLN w 4Q2009. Wynik działalności finansowej w kwocie 4,5 mln PLN wpłynął pozytywnie na wynik finansowy netto. Wysokie przychody finansowe (7,1 mln PLN) były związane z odsetkami od lokat i odsetkami karnymi wynikającymi z regulacji opóźnionych płatności od kontrahentów.

Wyniki 4Q2009 i 4Q2008

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	4Q2009	4Q2008	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 089,1	695,1	-36,2%	160,9	329,1	-51,1%
Maszyny górnicze	506,6	339,4	-33,0%	80,3	162,2	-50,5%
Inne urządzenia dla górnictwa	118,1	72,9	-38,2%	16,8	54,5	-69,2%
Urządzenia dźwigowe, przeładunkowe	77,4	56,9	-26,4%	9,1	22,9	-60,4%
Odlewy	276,3	144,5	-47,7%	23,6	63,8	-63,0%
Pozostała działalność	110,8	81,3	-26,7%	31,2	25,7	21,3%
EBIT	164,2	100,7	-38,6%	-6,1	54,7	-
marża EBIT	15,1%	14,5%	-	-3,8%	16,6%	-
EBITDA	199,0	133,5	-32,9%	1,8	65,2	-97,3%
marża EBITDA	18,3%	19,2%	-	1,1%	19,8%	-
Zysk netto	59,1	58,0	-1,7%	-2,6	-3,3	-

Źródło: Dł BRE Banku

Zadłużenie kredytowe na koniec grudnia 2009 wyniosło razem 125,7 mln PLN, a wartość środków pieniężnych 62,9 mln PLN. Niższa wartość środków pieniężnych niż w poprzednim kwartale wynikała z faktu objęcia przez Famur krótkoterminowych obligacji Katowickiego Holdingu Węglowego o łącznej wartości w cenie nabycia 104,2 mln PLN.

Mimo znaczących spadków przychodów segmentu urządzeń dźwigowych i przeładunkowych Spółka wciąż utrzymała wysoką marżę brutto ze sprzedaży (30,9% w 4Q2009 względem 23,7% w 3Q2009). Miał na to wpływ sprzyjający kurs złotówki oraz fakt, że znacząca część sprzedaży tego segmentu kierowana jest za granicę. Poza tym wyjątkiem obserwowany był dalszy spadek marży brutto ze sprzedaży we wszystkich pozostałych segmentach.

Marża brutto ze sprzedaży w 4Q2009 i 4Q2008

	2007	2008	1-3Q2009	3Q2009	4Q2009
Maszyny górnicze	29,3%	38,9%	40,1%	35,8%	20,1%
Inne urządzenia dla górnictwa	33,6%	29,0%	35,3%	41,4%	25,3%
Urządzenia dźwigowe, przeładunkowe	21,0%	20,3%	35,9%	23,7%	30,9%
Odlewy	19,9%	18,8%	26,9%	17,9%	11,5%
Pozostała działalność	26,9%	14,1%	31,2%	24,9%	0,2%
Suma	26,7%	28,9%	35,4%	28,6%	16,1%

Źródło: DI BRE Banku

Perspektywa na rok 2010

Naszym zdaniem otoczenie rynkowe na rok 2010 nie będzie korzystne dla Famuru. Wcześniej na rynku urządzeń i maszyn dla górnictwa Famur uważnie przyglądał się rynkowi i nie schodził znacząco z ceną. Spółka brała pod uwagę wypłacalność kontrahenta i wysokość możliwej do uzyskania marży. W 4Q2009, gdy stary portfel kontraktów leasingowych zaczął się kurczyć Spółka zmuszona była do pozyskania nowych zamówień pozwalających na pokrycie kosztów stałych. Temu towarzyszyła jednak niższa rentowność. Naszym zdaniem słabe zapowiadane wyniki finansowe kopalni i konkurencja taniego węgla z Rosji spowoduje, że krajowe kopalnie będą zgłaszały znacznie mniejsze niż w zeszłym roku zapotrzebowanie na inwestycje. To przy małej chłonności zagranicznych rynków ościennych i niższych wydatkach na inwestycje kopalniane w skali światowej zmusi polskich producentów maszyn do jeszcze większej konkurencji na rynku lokalnym. Uważamy tym samym, że kopalnie nadal będą doskonale wykorzystywały tę sytuację. Mimo ogromnych potrzeb inwestycyjnych podmiotów górniczych zlokalizowanych na terenie byłego ZSSR wszystkie nakłady na nowy sprzęt są tam odkładane na czas nieokreślony ze względu na brak potrzebnych środków. Również wiele biedniejszych krajów, posiadających prokosztowe podejście do zakupywanych maszyn (np. Meksyk) posiadają obecnie znaczące problemy z poszukiwaniem podmiotów mogących sfinansować inwestycję. To wszystko naszym zdaniem będzie zmuszało Spółkę do zejścia z ceną i sięgnięcia po mniej rentowne kontrakty. To jednak znajdzie swoje odzwierciedlenie w niższych wynikach finansowych.

W przypadku odlewów spodziewamy się powolnego odradzenia się popytu w branżach do jakich kierowane są produkty Spółki. Uważamy, że raczej trudno będzie o szybkie odbudowanie zapasów przez producentów samochodów i przemysł stoczniowy. W pierwszym kwartale 2010 roku Spółce udało się odczuć pewne niewielkie ożywienie związane z nowymi zamówieniami w obrębie segmentu odlewów. Średni czas od zgłoszenia do realizacji zamówienia to 1-2 miesiące, a to może się przełożyć na niewielki wzrost przychodów wewnątrz segmentu już w pierwszym kwartale. Trudno jest jednak oczekiwać gwałtownego wzrostu przychodów lub powrotu do poziomów z roku 2008. Nie oczekujemy, aby pierwsza połowa roku przyniosła znaczące zwiększenie zamówień na gotowe odlewy.

W przypadku segmentu maszyn przeładunkowych i transportowych oraz do wydobycia ropy naftowej dużo zależeć będzie od decyzji inwestycyjnych podmiotów przemysłowych i cen ropy naftowej na świecie (decyzje dotyczące pozyskania nowych złóż). Pozytywnie na sprzedaż powinien wpływać słaby kurs złotówki. Podobnie jak w przypadku poprzednich omawianych segmentów nie oczekujemy, aby także i w tym segmencie zamówienia wzrastały gwałtownie.

Wycena

Wartość Spółki Famur szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 2,16 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	1,94
Wycena DCF (PLN)	50%	2,05
	cena wynikowa	2,00
	cena docelowa za 9 m-cy	2,16

W analizie porównawczej Spółkę Famur porównujemy do światowych producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego. Spółki te posiadają rozpoznawalną na wielu rynkach markę i zakorzenioną pozycję. Dlatego uważamy, że cena rynkowa tychże przedsiębiorstw jest notowana z premią, która odpowiada za wspomnianą pozycję tych producentów. Z tego powodu decydujemy się na 20% dyskonto w analizie porównawczej.

Wycena porównawcza

	P/E 2008	P/E 2009	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
ATLAS COPCO	14,0	20,2	17,4	14,6	12,8	8,7	12,1	10,7	9,2	8,4
INDUSTREA	8,0	8,0	8,0	7,0	5,7	7,4	6,0	5,1	4,6	4,4
JOY GLOBAL	16,3	13,0	17,8	14,3	12,0	9,1	7,5	9,9	8,3	7,2
KOPEX	7,7	18,6	15,8	13,2	11,7	4,2	9,0	8,0	6,9	6,3
SANDVIK	12,0	-	23,8	13,9	10,7	7,7	33,6	10,9	8,3	7,0
Maksimum	16,3	20,2	23,8	14,6	12,8	9,1	33,6	10,9	9,2	8,4
Minimum	7,7	8,0	8,0	7,0	5,7	4,2	6,0	5,1	4,6	4,4
Mediana	12,0	15,8	17,4	13,9	11,7	7,7	9,0	9,9	8,3	7,0
Famur	21,2	21,6	23,2	16,6	10,3	6,8	10,0	11,8	9,1	6,3
Premia (dyskonto)		26,7%	25,1%	16,6%	-13,2%		10,5%	16,3%	8,5%	-11,9%
Implikowana wycena										
Mediana	12,0	15,8	17,4	13,9	11,7	7,7	9,0	9,9	8,3	7,0
Dyskonto			20%	20%	20%			20%	20%	20%
Waga wskaźnika				50%					50%	
Waga roku			33%	33%	33%			33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję	1,94									

Źródło: DI BRE Banku

Spółki, których wskaźniki zostały uwzględnione w kalkulacji to Atlas Copco AB, Industrea LTD, Joy Global Inc, Kopex S.A., Sandvik AB. Atlas Copco specjalizuje się w dostarczaniu konstrukcji i narzędzi do kopalni. Jego głównymi produktami są narzędzia elektryczne, pneumatyczne, budownictwo i konstrukcje kopalniane. Joy Global jest dostawcą kompleksowych usług i rozwiązań dla górnictwa podziemnego i odkrywkowego. Kopex jest głównym konkurentem spółki Famur na rynku krajowym. Zajmuje się świadczeniem usług górniczych, produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego i odkrywkowego, maszyn i urządzeń dla przemysłu, maszyn i urządzeń elektrycznych i elektronicznych oraz odlewów. Sandvik dostarcza systemów dla producentów metalowych i przemysłu wydobywczego.

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy dwa wskaźniki: ceny akcji do zysku netto na akcję oraz wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Wskaźnik ceny do zysku Spółki Famur jest wyższy niż u konkurentów z branży w 2010 i 2011 roku, natomiast niższy w 2012 roku. Wskaźnik wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację dla Spółki Famur jest wyższy niż u konkurentów z branży w latach 2010 i 2011, natomiast niższy w 2012 roku.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,05% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2018 = 2%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka będzie w okresie prognozy wypłacała dywidendę akcjonariuszom począwszy od wypłaty zysku za rok 2011.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku 2009.
- Przyszłe przepływy finansowe dyskontujemy na początek marca 2010.
- W wycenie nie uwzględniamy emisji nowych akcji, ani potencjalnego przejęcia spółki Remag S.A.
- W wycenie uwzględniamy wydatki poniesione na rozbudowę hali produkcyjnej w Katowickiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej. Zakładamy ukończenie prac do końca 2010 roku i całkowite wydatki na ten cel w wysokości 100 mln PLN. Uwzględniamy również, iż Spółka uzyska dotacje w związku z niniejszą inwestycją w kwocie 37 mln PLN w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. W symulacji zakładamy, że dotacja zasili pozostałe przychody operacyjne w kwocie 21,3 mln PLN w 2010 roku i 16,4 mln PLN w 2011 roku.
- W wycenie uwzględniamy również objęcie obligacji Katowickiego Holdingu Węglowego S.A. w roku 2009 za kwotę 63,2 mln PLN. Wykup obligacji ma nastąpić w roku 2010, a zapłata ma zostać wykonana w postaci niepieniężnego świadczenia w postaci dostaw węgla.

Założone marże ze sprzedaży brutto w poszczególnych segmentach Spółki Famur

Famur Udział kosztów	2007	2008	1-3Q2009	4Q2009	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Maszyny górnicze	29,3%	38,9%	40,1%	20,1%	35,4%	25,0%	27,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Inne urządzenia dla górnictwa	33,6%	29,0%	35,3%	25,3%	33,0%	27,0%	30,0%	35,5%	35,5%	35,5%	35,5%
Urządzenia dźwigowe, przeładunkowe	21,0%	20,3%	35,9%	30,9%	35,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Odlewy	19,9%	18,8%	26,9%	11,5%	24,4%	17,0%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Pozostała działalność	26,9%	14,1%	31,2%	0,2%	19,3%	20,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Suma	26,7%	28,9%	35,4%	16,1%	30,9%	23,5%	26,0%	32,4%	32,4%	32,5%	32,5%

Źródło: DI BRE Banku



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Przychody ze sprzedaży	664,8	720,1	774,1	806,1	832,2	853,9	870,5	887,5	904,9	922,6	940,6
zmiana	-4,4%	8,3%	7,5%	4,1%	3,2%	2,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	126,1	148,5	190,0	198,6	204,8	209,6	213,0	216,1	219,3	222,5	225,8
marża EBITDA	19,0%	20,6%	24,5%	24,6%	24,6%	24,6%	24,5%	24,3%	24,2%	24,1%	24,0%
Amortyzacja	33,8	37,5	39,5	41,9	43,1	43,8	44,4	44,6	44,9	45,1	45,4
EBIT	92,3	111,0	150,5	156,7	161,8	165,8	168,6	171,5	174,4	177,4	180,4
marża EBIT	13,9%	15,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,3%	19,3%	19,2%	19,2%
Opodatkowane EBIT	16,9	21,0	28,6	29,8	30,8	31,7	32,3	33,0	33,7	34,5	35,2
NOPLAT	75,4	90,0	121,9	126,9	130,9	134,1	136,3	138,4	140,7	142,9	145,2
CAPEX	-83,2	-64,8	-72,1	-57,4	-53,8	-51,0	-47,7	-48,0	-48,2	-48,5	-45,4
Kapitał obrotowy	11,0	-21,7	-21,3	-12,9	-10,7	-9,0	-7,1	-7,3	-7,4	-7,6	-7,7
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	37,0	41,0	67,9	98,5	109,5	118,0	125,8	127,8	129,9	132,0	137,5
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
współczynnik dyskonta	0,92	0,83	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36	0,32
PV FCF	33,9	33,8	50,5	65,9	66,0	64,0	61,5	56,2	51,4	47,1	44,2
WACC	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Koszt długu	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%
Stopa wolna od ryzyka	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%	6,05%
Premia za ryzyko	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%	Analiza wrażliwości									
Wartość rezydualna (TV)	1 518,6	Wzrost FCF w nieskończoności									
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	541,7	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%					
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	530,2	WACC +1,0pp	1,79	1,86	1,95	2,06	2,38				
Wartość firmy (EV)	1 071,9	WACC +0,5pp	1,89	1,98	2,08	2,21	2,59				
Dług netto	62,2	WACC	2,00	2,10	2,22	2,37	2,83				
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	2,13	2,24	2,38	2,56	3,11				
Udziałowcy mniejszościowi	20,2	WACC 1,0PP	2,27	2,40	2,56	2,78	3,45				
Wartość firmy	989,5										
Liczba akcji (mln)	481,5										
Wartość firmy na akcję (PLN)	2,05										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,2%										
Cena docelowa	2,22										
EV/EBITDA dla ceny docelowej	8,8*										
P/E ('10) dla ceny docelowej	15,0*										
Udział TV w EV	50,5%										

*Bez uwzględnienia inwestycji „Famur 2” wskaźniki wyniosłyby odpowiednio P/E 19,8 i EV/EBITDA 10,6.



Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przychody ze sprzedaży	909,2	1 089,1	695,1	664,8	720,1	774,1	806,1	832,2	853,9	870,5
zmiana	50,5%	19,8%	-36,2%	-4,4%	8,3%	7,5%	4,1%	3,2%	2,6%	2,0%
Maszyny górnicze	521,9	506,6	339,4	336,0	376,3	414,0	434,7	452,0	465,6	474,9
Inne urządzenia dla górnictwa	66,3	118,1	72,9	71,5	75,1	80,3	84,3	87,7	90,3	92,1
Urządzenia dźwigowe, przeładunkowe	110,6	77,4	56,9	54,1	56,8	59,6	61,4	62,6	63,9	65,2
Odlewy	171,3	276,3	144,5	130,1	136,6	143,4	147,7	150,7	153,7	156,8
Pozostała działalność	39,1	110,8	81,3	73,1	75,3	76,8	78,0	79,2	80,3	81,5
Koszty wytworzenia	666,6	774,2	480,1	508,5	532,8	523,7	544,8	562,1	576,5	587,7
Koszty zarządu	89,6	95,6	79,9	76,7	83,4	90,0	94,1	97,5	100,5	102,8
Koszty sprzedaży	18,2	17,3	8,9	8,5	9,3	10,0	10,4	10,8	11,1	11,4
Pozostała działalność operacyjna netto	3,8	-37,8	-25,4	21,3	16,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	138,5	164,2	100,7	92,3	111,0	150,5	156,7	161,8	165,8	168,6
zmiana	1,8%	18,5%	-38,6%	-8,4%	20,3%	35,5%	4,2%	3,2%	2,5%	1,7%
marża EBIT	15,2%	15,1%	14,5%	13,9%	15,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Wynik na działalności finansowej	5,5	-90,2	-22,9	-3,3	-0,7	0,1	0,2	0,5	1,0	1,6
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	144,0	74,0	77,9	89,0	110,3	150,5	156,9	162,3	166,8	170,3
Podatek dochodowy	27,2	14,8	19,0	16,9	21,0	28,6	29,8	30,8	31,7	32,3
Udziałowcy mniejszościowi	1,5	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zysk netto	115,4	59,1	58,0	71,2	88,5	121,1	126,2	130,6	134,2	137,0
zmiana	7,9%	-48,8%	-1,7%	22,7%	24,3%	36,8%	4,3%	3,5%	2,8%	2,1%
marża	12,7%	5,4%	8,3%	10,7%	12,3%	15,6%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Amortyzacja	27,1	34,8	32,8	33,8	37,5	39,5	41,9	43,1	43,8	44,4
EBITDA	165,6	199,0	133,5	126,1	148,5	190,0	198,6	204,8	209,6	213,0
zmiana	7,3%	20,2%	-32,9%	-5,5%	17,7%	27,9%	4,6%	3,1%	2,3%	1,6%
marża EBITDA	18,2%	18,3%	19,2%	19,0%	20,6%	24,5%	24,6%	24,6%	24,6%	24,5%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5
EPS	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CEPS	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
ROAE	19,7%	9,2%	8,2%	9,2%	10,2%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%	13,0%
ROAA	9,9%	4,5%	5,5%	6,4%	7,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,6%	9,6%

**Bilans**

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
AKTYWA	1 164,4	1 309,3	1 053,8	1 120,6	1 217,9	1 289,2	1 329,7	1 363,5	1 396,7	1 429,1
Majątek trwały	537,0	553,3	511,5	560,9	588,3	620,9	636,3	647,1	654,2	657,5
Wartość niematerialne i prawne	100,8	101,5	105,3	100,7	108,1	115,1	118,7	121,4	123,4	124,5
Rzeczowe aktywa trwałe	393,9	384,1	351,6	405,6	425,6	451,2	463,0	471,1	476,3	478,4
Wartość firmy	0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	5,5	8,4	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Inwestycje długoterminowe	12,4	18,7	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0	19,0
Długoterminowe RM	24,4	40,7	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2
Majątek obrotowy	627,4	756,0	542,3	559,7	629,6	668,3	693,4	716,5	742,6	771,6
Zapasy	190,1	208,2	134,0	128,1	138,8	149,2	155,4	160,4	164,6	167,8
Należności krótkoterminowe	404,6	417,2	236,0	225,7	244,5	262,8	273,7	282,5	289,9	295,5
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	1,2	1,8	105,5	42,3	42,3	42,3	42,3	42,3	42,3	42,3
Środki pieniężne	28,6	124,0	63,5	160,3	200,6	210,2	218,2	227,2	241,7	261,8
Krótkoterminowe RM	2,8	4,8	3,4	3,2	3,5	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
PASYWA	1 164,4	1 309,3	1 053,8	1 120,6	1 217,9	1 289,2	1 329,7	1 363,5	1 396,7	1 429,1
Kapitał własny	586,9	645,4	704,0	776,1	865,4	929,0	965,3	995,8	1 026,4	1 056,9
Kapitał akcyjny	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Kapitał zapasowy	336,0	461,6	511,9	511,9	511,9	511,9	511,9	511,9	511,9	511,9
Zysk z lat ubiegłych	246,3	179,2	186,8	258,0	346,5	409,2	444,6	474,2	504,0	533,6
Udziały mniejszości	20,0	20,0	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
Zobowiązania długoterminowe	143,6	95,3	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9
Dług	138,4	92,5	92,3	92,3	92,3	92,3	92,3	92,3	92,3	92,3
Zobowiązania krótkoterminowe	287,6	408,8	126,5	121,9	128,7	135,3	138,8	141,6	143,8	145,3
Zobowiązania handlowe	151,6	305,5	93,0	88,4	95,2	101,8	105,4	108,1	110,3	111,8
Dług	136,0	103,2	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5	33,5
Rezerwy na zobowiązania	125,9	138,1	95,3	95,3	95,3	95,3	95,3	95,3	95,3	95,3
Pozostałe	0,3	1,7	14,8	14,1	15,3	16,4	17,1	17,7	18,1	18,5
Dług	274,3	195,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7
Dług netto	245,7	71,7	62,2	-34,6	-74,9	-84,5	-92,4	-101,5	-116,0	-136,1
(Dług netto / Kapitał własny)	41,9%	11,1%	8,8%	-4,5%	-8,7%	-9,1%	-9,6%	-10,2%	-11,3%	-12,9%
(Dług netto / EBITDA)	1,5	0,4	0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
BVPS	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Przepływy operacyjne	-18,1	222,3	124,0	120,2	105,8	140,0	155,9	163,3	168,9	173,5
Zysk netto	115,4	59,1	58,0	71,2	88,5	121,1	126,2	130,6	134,2	137,0
Amortyzacja	27,1	34,8	32,8	33,8	37,5	39,5	41,9	43,1	43,8	44,4
Kapitał obrotowy	-145,9	82,0	68,8	11,0	-21,7	-21,3	-12,9	-10,7	-9,0	-7,1
Pozostałe	-14,6	46,4	-35,6	4,2	1,6	0,8	0,7	0,3	-0,1	-0,8
Przepływy inwestycyjne	-153,97	-32,56	-108,20	-20,03	-64,84	-72,10	-57,37	-53,77	-50,98	-47,71
CAPEX	-36,20	-28,81	-4,16	-83,23	-64,84	-72,10	-57,37	-53,77	-50,98	-47,71
Inwestycje kapitałowe	-117,77	-3,75	-104,05	63,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	118,0	-94,4	-76,3	-3,3	-0,7	-58,3	-90,6	-100,5	-103,5	-105,7
Dług	102,2	-101,6	-80,1	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9	-7,9
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-58,4	-90,8	-101,0	-104,5	-107,4
Pozostałe	15,9	7,2	3,8	4,6	7,2	8,0	8,1	8,5	8,9	9,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-54,0	95,4	-60,5	96,8	40,3	9,6	7,9	9,1	14,5	20,1
Środki pieniężne na koniec okresu	28,6	124,0	63,5	160,3	200,6	210,2	218,2	227,2	241,7	261,8
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	0,19	0,21	0,22	0,22
FCF	-42,7	222,4	155,1	37,0	41,0	67,9	98,5	109,5	118,0	125,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-4,0%	-2,6%	-0,6%	-12,5%	-9,0%	-9,3%	-7,1%	-6,5%	-6,0%	-5,5%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	10,9	21,2	21,6	17,6	14,1	10,3	9,9	9,6	9,3	9,1
P/CE	8,8	13,3	13,8	11,9	9,9	7,8	7,4	7,2	7,0	6,9
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
P/S	1,4	1,1	1,8	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4
FCF/EV	-2,8%	16,8%	11,8%	3,0%	3,5%	5,8%	8,5%	9,5%	10,4%	11,3%
EV/EBITDA	9,2	6,8	10,0	9,8	8,1	6,3	5,9	5,7	5,5	5,3
EV/EBIT	11,0	8,2	13,2	13,4	10,8	7,9	7,5	7,2	7,0	6,7
EV/S	1,7	1,2	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	7,3%	8,1%	8,3%	8,6%
Cena (PLN)	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5
MC (mln PLN)	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9	1 251,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	20,0	20,0	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
EV (mln PLN)	1 517,6	1 343,6	1 334,3	1 237,5	1 197,3	1 187,6	1 179,7	1 170,6	1 156,2	1 136,1



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@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

„Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@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 księgową

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 dzieleny przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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 stanowił 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.

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.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 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.

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Famur

Rekomendacja	Sprzedaj
data wydania	2010-02-04
kurs z dnia rekomendacji	2,59
WIG w dniu rekomendacji	40118,73