

28 maja 2010

Aktualizacja raportu


**Przemysł  
Elektromaszynowy**  
Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>2,01 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>2,03 PLN</b>
Kapitalizacja	1,0 mld PLN
Free float	0,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,38 mln PLN

**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**

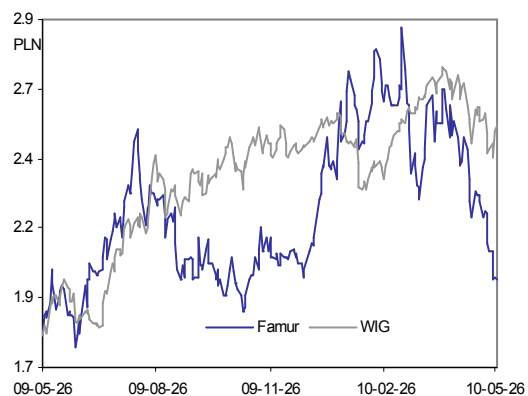
W sektorze zauważalne jest ożywienie popytu płynącego ze strony kopalni zarówno krajowych jak i zagranicznych. Na rynku krajowym decydujące znaczenie ma wymiana starego i zużytego parku maszynowego działającego w kopalniach. Natomiast w przypadku kopalni zagranicznych zauważalne są inwestycje mające na celu zwiększenie mocy produkcyjnych już operujących kopalni, oraz inwestycji zwiększających bezpieczeństwo wydobywania.

**Profil spółki**

Famur jest dostawcą kompletnych systemów wydobywczych dla kopalni, w tym zmechanizowanych kompleksów ścianowych, obudów zmechanizowanych, oraz podprór 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**

31.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q2  
15.11 - publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

**Kurs akcji FMF na tle WIG****Jakub Szkopek**

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Famur

FMFR.WA; FMF.PW

# Trzymaj

(Podwyższona)

## Wciąż niskie przychody...

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyniki pierwszego kwartału były słabe. Przychody spadły o 42,6% r/r, a wynik operacyjny o 82,7% r/r. Wynik netto wyniósł 21,0 mln PLN i gdyby wyłączyć dywidendę za 2009 rok od Spółki nie objętych konsolidacją, to byłby on o 19,3% niższy r/r. Obecnie rosące ceny węgla energetycznego i koksującego na światowych rynkach oraz spadek importu rosyjskiego węgla do Polski pozytywnie wpływa na płynność finansową polskich kopalni. Spodziewamy się, że dzięki temu spółki w przyszłości będą chętniej zwiększały wydatki inwestycyjne. Nie bez znaczenia będzie zatwierdzony przez Komisję Europejską program pomocy rządu w kwocie 400 mln PLN na 2010 rok. Spodziewamy się, że poprawiająca się sytuacja finansowa polskich spółek węglowych pozytywnie wpłynie na wyniki drugiego półrocza w segmencie maszyn i urządzeń dla górnictwa. W pozostałych segmentach oczekujemy powolnego odbudowywania poziomu przychodów. Oczekujemy, że za sprawą stosunkowo wysokiej bazy 2Q2009 przekroczenie zeszlaczanego wyniku operacyjnego i netto będzie dla Spółki niemożliwe. Naszym zdaniem dopiero wyniki trzeciego kwartału pokażą mogą poprawę wyników operacyjnych rok do roku. Rekomendujemy trzymaj dla akcji Famuru, a cenę docelową obniżamy z 2,14 PLN na 2,03 PLN na akcję.

**Perspektywa na kolejne kwartały**

Spodziewamy się, że o ile poprawiające się otoczenie makroekonomiczne dla kopalni pozytywnie wpłynie na przychody związane z produkcją maszyn dla górnictwa, to wciąż niska sprzedaż będzie miała miejsce w pozostałych segmentach operacyjnych. Wyniki pierwszego kwartału wciąż pokazują słaby popyt w segmencie odlewów (spadek przychodów 44,3% r/r), co związane jest z niższymi zamówieniami branży stoczniowej i motoryzacyjnej. Podtrzymujemy nasze zdanie, że przychody tego segmentu będą odbudowywały się powoli (średnio 2,7% q/q) w kolejnych okresach. Wysoki spadek sprzedaży w 1Q2010 w segmencie maszyn i urządzeń dźwigowych i przeladunkowych (-56,0% r/r) powoduje, że Spółka potrzebować będzie co najmniej kilku kwartałów, aby odbudować portfel zamówień.

**Dobre wyniki Zamet - Budowa Maszyn w 4Q2009**

Przy okazji wyników 1Q2010 Famur podał rezultaty przejętej w maju za 85 mln PLN spółki Zamet. Mimo zbliżonej struktury sprzedaży i podobnych rynków docelowych jak w Spółce Pioma Industry, spółka Famuru odnotowuje wyraźny spadek zamówień (przychody segmentu w 4Q2009 – 60,4% r/r) podczas, gdy Spółka Zamet utrzymuje stały poziom przychodów (25 mln PLN w 4Q2010; 25% przychodów za 2009 rok). Jeżeli spółka utrzyma przychody w przyszłości to przejęcie pozytywnie wpłynie na wynik Grupy.

(mln PLN)	2008	2009	2010P*	2011P*	2012P
Przychody	1 089,1	695,1	625,6	605,4	650,5
EBITDA	199,0	133,6	99,7	157,1	166,0
marża EBITDA	18,3%	19,2%	15,9%	26,0%	25,5%
EBIT	164,2	100,7	66,5	120,7	128,5
Zysk netto	59,1	58,0	57,2	97,2	105,0
P/E	16,3	16,6	16,8	9,9	9,2
P/CE	10,3	10,6	10,6	7,2	6,8
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,1	1,1
EV/EBITDA	5,3	7,9	9,5	5,4	5,1
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%

\*Dane uwzględniają dofinansowanie w ramach rozbudowy zakładów „Famur-2” na kwotę 16,4 mln PLN w 2010 roku i 21,3 mln PLN w 2011 roku

### Wyniki 1Q2010

Przychody ze sprzedaży w pierwszym kwartale 2010 roku były o 42,6% niższe niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Najbardziej, bo aż o 66,5% r/r spadły przychody segmentu związanego z produkcją maszyn górniczych. Równie wysokie obniżenie sprzedaży miało miejsce w segmencie innych urządzeń dla górnictwa (-43,6% r/r). Spadek przychodów związanych z produkcją maszyn i urządzeń dla górnictwa jest pochodną z jednej strony wysokiego poziomu konkurencji w trzecim i czwartym kwartale na krajowym rynku dóbr inwestycyjnych dla przemysłu wydobywczego, z drugiej ograniczenia zakupów kopalni wskutek niepewności co do sprzedaży węgla do energetyki zawodowej. Wpływ na spadek przychodów segmentu miała również polityka Grupy nastawiona na pozyskiwanie wysoko rentownych kontraktów, które zapewniają terminowe realizowanie płatności. Wysoką ujemną dynamikę sprzedaży posiadał również segment urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (-56,0% r/r). Było to wynikiem umocnienia się złotówki w stosunku do EUR (ponad 80% przychodów jest sprzedawane w EUR) oraz braku nowych zamówień przy powolnym wygasaniu wcześniej zdobytych kontraktów. Przychody spadały również w segmencie odlewów (-44,3% r/r). Było to skutkiem drastycznego obniżenia zamówień od głównych odbiorców produktów w tym przemysłu motoryzacyjnego i samochodowego. Jedynym segmentem, jaki zanotował wzrost wyników sprzedażowych w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej, były przychody związane z działalnością pozostałą. Było to związane ze sprzedażą węgla, jaki Spółka otrzymała od Katowickiego Holdingu Węglowego w wyniku rozliczenia objętych obligacji węglowych. Dyskonto związane z obligacjami księgowane jest w części finansowej rachunku zysków i strat, podczas gdy sprzedaż węgla odbywa się na zerowej marży na poziomie przychodów i kosztów.

### Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Famur w 1Q'10

(mln PLN)	2008	2009	zmiana	1Q2009	1Q2010	zmiana
Przychody ze sprzedaży	1 089,1	695,1	-36,2%	283,5	162,8	-42,6%
Maszyny górnicze	506,6	339,4	-33,0%	163,4	54,8	-66,5%
Inne urządzenia dla górnictwa	118,1	72,9	-38,2%	24,4	13,8	-43,6%
Urządzenia dźwigowe, przeładunkowe	77,4	56,9	-26,4%	17,8	7,8	-56,0%
Odlewy	276,3	144,5	-47,7%	59,8	33,3	-44,3%
Pozostała działalność	110,8	81,3	-26,7%	18,2	53,2	192,6%
EBIT	164,2	100,7	-38,6%	65,0	11,3	-82,7%
marża EBIT	15,1%	14,5%	-	22,9%	6,9%	-
EBITDA	199,0	133,5	-32,9%	73,4	19,0	-74,1%
marża EBITDA	18,3%	19,2%	-	25,9%	11,7%	-
Zysk netto	59,1	58,0	-1,7%	15,9	21,0	32,4%

Źródło: DI BRE Banku

Wynik operacyjny w pierwszym kwartale wyniósł 11,3 mln PLN i był o 82,7% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Wpływ na obniżenie wyniku operacyjnego miał spadek przychodów ze sprzedaży oraz mniejsza rentowność segmentów urządzeń dźwigowych i przeładunkowych (-30,5pp r/r) oraz odlewów (-20,3pp r/r). Nie bez znaczenia było również umocnienie się złotówki w stosunku do EUR, gdyż Spółka wynik na transakcjach zabezpieczających księguje na poziomie wyniku finansowego.

Wyższy o 32,4% r/r poziom zysku netto to zasługa przede wszystkim dywidendy za 2009 rok otrzymanej od spółek zależnych nieobjętych konsolidacją. Wpłynęła ona na wynik netto w kwiecie 8,3 mln PLN. Gdyby nie ten efekt to zysk netto byłby o 19,3% niższy r/r.

Przy okazji wyników za pierwszy kwartał Spółka podała rezultaty za 2009 rok przejmowanej spółki Zamet-Budowa Maszyn. Wynika z nich, że w 4Q2009 wypracowała ona 25,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży (25% przychodów za cały 2009 rok) i 5,6 mln PLN zysku netto (33,8% zysku netto za cały 2009 rok). Mimo podobnego asortymentu i specyfikacji produkcji jak w Spółce zależnej Pioma Industry wyniki przejmowanego Zametu pokazują utrzymanie się sprzedaży na stałym poziomie, podczas gdy spółka zależna Famuru notuje drastyczny spadek przychodów zarówno w 1Q2010 i 4Q2009 (segment urządzeń dźwigowych i przeładunkowych). Jeśli wyniki za 1Q2010 w Spółce Zamet pokażą utrzymanie sprzedaży na wysokim poziomie, to oznaczać to będzie, że przejęcie pozytywnie wpłynie na wartość akcjonariuszy Famuru. Jak na razie Spółka nie chce podawać wyników finansowych Zamet – Budowa Maszyn za 1Q2010.

Wyniki sprzedaży i wyniki operacyjne Spółki są słabe i zgodne z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami.

### Wyniki w kolejnych kwartałach

Podtrzymujemy nasze zdanie, że wyniki operacyjne Grupy Famur w pierwszej połowie roku wciąż będą rozczarowujące. Według wstępnych szacunków wynik operacyjny drugiego kwartału będzie znacznie lepszy niż pierwszego (+24,2% q/q), ale wciąż o 44,9% niższy niż w analogicznym okresie rok wcześniej. O ile na rynku maszyn i urządzeń dla górnictwa spostrzegamy poprawę warunków rynkowych i co za tym idzie prawdopodobne zwiększenie poziomu inwestycji, to w pozostałych segmentach sytuacja po pierwszym kwartale wciąż pozostaje mało zadowalająca. Trudno jest się spodziewać, aby nagle koniunktura odbudowała się w przemyśle stoczniowym, dla którego Spółka dostarczała wcześniej odlewy. Również programy pomocowe dla przemysłu motoryzacyjnego w Europie, jakie mieliśmy okazję obserwować w poprzednim roku nie przekładały się na zwiększenie sprzedaży w segmencie odlewów. Nieznaczna poprawa wysokości przychodów tego segmentu w 1Q2010 może być dla Spółki oznaką poprawiającej się koniunktury, jednak bardziej wydaje się nam prawdopodobne, że w kolejnych kwartałach przychody wzrastać będą z niską dynamiką (średnio 2,7% q/q w kolejnych kwartałach 2010 roku). Negatywny sygnał płynie natomiast z segmentu urządzeń dźwigowych i przeładunkowych. Drastyczny spadek przychodów, jaki mieliśmy okazję obserwować w 1Q2010 powoduje, że Spółce zajmie jeszcze co najmniej 2-3 kwartały, aby odbudować portfel zamówień segmentu. Pozytywnie natomiast spostrzegamy integrację spółki Pioma Industry z przejmowaną Spółką Zamet – Budowa Maszyn. Oba przedsiębiorstwa mają zbliżoną strukturę produkcyjną i sprzedają na podobne rynki docelowe. Transfer technologii, doświadczenia i wiedzy o klientach z pewnością w przyszłości przełożą się pozytywnie na wyniki całego segmentu urządzeń dźwigowych i przeładunkowych. Obecnie kluczowe wydaje się być, czy wyniki sprzedaży czwartego kwartału Spółki Zamet – Budowa Maszyn pozostaną na wysokim poziomie w kolejnych okresach sprawozdawczych. Nowa Spółka w grupie konsolidowana będzie od połowy maja bieżącego roku.

### Prognoza DI BRE dla Grupy Famur w kolejnych kwartałach 2010 roku

(mln PLN)	1Q10	2Q10P	3Q10P	4Q10P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	162,8	165,3	136,8	160,7	625,6	605,4
zmiana (r/r)	-42,5%	0,0%	0,0%	0,0%	-10,0%	-3,2%
Koszty ze sprzedaży	129,8	132,1	101,7	117,9	481,5	421,7
Zysk brutto ze sprzedaży	33,0	33,2	35,1	42,8	144,2	183,7
marża brutto ze sprzedaży	20,3%	20,1%	25,7%	26,6%	23,0%	30,3%
Pozostałe przychody operacyjne	5,7	2,0	3,0	5,7	16,4	21,3
Koszty sprzedaży	1,4	1,6	1,9	3,1	8,0	7,8
Koszty zarządu	19,4	19,5	19,5	20,6	79,1	76,5
Pozostałe koszty operacyjne	6,7	0,1	0,1	0,1	7,0	0,0
Zysk operacyjny	11,3	14,0	16,6	24,6	66,5	120,7
zmiana (r/r)	-82,7%	-44,9%	0,9%	-	-34,1%	81,6%
Przychody finansowe	13,7	0,1	0,1	-0,6	13,3	8,5
Koszty finansowe	0,2	2,5	2,5	2,9	8,1	8,1
Zysk brutto	24,8	11,6	14,2	21,1	71,7	121,1
Podatek dochodowy	3,7	2,8	3,4	3,7	13,6	23,0
Zysk netto	21,0	8,8	10,8	17,4	58,1	98,1
Zysk /strata mniejszości	0,1	0,2	0,3	0,3	0,9	0,9
Zysk akcjonariuszy podmiotu dominującego	20,9	8,6	10,5	17,1	57,2	97,2
Zmiana (r/r)	29,4%	-57,7%	-56,9%	-	-1,4%	70,0%
<b>Zamet - wariant optymistyczny (Konsolidacja)</b>	<b>1Q10</b>	<b>2Q10P</b>	<b>3Q10P</b>	<b>4Q10P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
Przychody ze sprzedaży		10,0	25,0	25,0	60,0	110,0
Zysk operacyjny		2,5	6,3	6,3	15,0	27,5
Zysk netto		1,5	3,8	3,8	9,0	16,5
<b>Grupa Famur + Zamet wariant optymistyczny</b>	<b>1Q10</b>	<b>2Q10P</b>	<b>3Q10P</b>	<b>4Q10P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
Przychody ze sprzedaży	162,8	175,3	161,8	185,7	685,6	715,4
zmiana	-42,5%	19,0%	56,5%	15,4%	-1,4%	4,3%
Zysk operacyjny	11,3	16,5	22,9	30,8	81,5	148,2
zmiana	-82,7%	-35,1%	38,8%	-601,7%	-19,2%	81,9%
Zysk netto	20,9	10,1	14,3	20,9	66,2	113,7
zmiana	29,4%	-50,3%	-41,6%	-900,8%	14,1%	71,8%

Źródło: DI BRE Banku

O ile spodziewane przez nas wyniki operacyjne drugiego kwartału będą pod względem operacyjnym gorsze rok do roku, to w trzecim kwartale sytuacja powinna ulegać stopniowej poprawie. To może być okazją do kupna akcji Famuru w przyszłości. Również po drugim kwartale będą nam już znane wyniki przejmowanego Zametu za pierwszy i drugi kwartał bieżącego roku. Jeżeli Spółka utrzymałaby poziom przychodów z roku 2009, to już w roku kolejnym może dodać do wyników grupy około 15 mln PLN zysku operacyjnego oraz 9 mln PLN zysku netto. Na wynikach za rok 2010 przejęcie Zamet – Budowa Maszyn odbyło się na wskaźniku EV/EBITDA 4,65 (za 85 mln PLN).

### Sytuacja na rynku krajowym

Bieżący rok może być znacznie mniej dotkliwy dla górnictwa węgla kamiennego w Polsce niż się wcześniej spodziewaliśmy. Przede wszystkim dobrą wiadomością jest mniejszy jak wcześniej przewidywano import węgla rosyjskiego do Polski. Obecne prognozy dotyczące ilości sprowadzonego do Polski węgla wynoszą 6-8 mln ton wobec wcześniejszych szacunków opiewających na 10,5 mln PLN. Gdyby nowa prognoza się zrealizowała to import węgla do Polski zrównałby się z jego eksportem. Przyczyną takiego stanu rzeczy jest zmniejszenie atrakcyjności cenowej sprowadzanego węgla z Rosji i węgla z portów ARA. Te obecnie z kosztami transportu znajdują się na poziomie około 300 PLN/tona, podczas gdy średnia cena węgla krajowego w 1Q2010 wyniosła 278,5 PLN za tonę. Wciąż na koniec pierwszego kwartału 2010 na składach kopalni zalegało około 5,6 mln PLN ton surowca, ale zmiana relacji pomiędzy węglem krajowym a węglem pochodzącym z importu buduje perspektywę znacznego zmniejszenia zapasów w przyszłości. Część specjalistów z branży mniejszy import węgla rosyjskiego do Polski tłumaczy zwiększeniem eksportu do Indii i Chin zgłaszających znaczące zapotrzebowanie na ten surowiec. W pierwszym kwartale sprzedaż węgla energetycznego była o 2,5% wyższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej, podczas gdy wydobyte było o 1,9% r/r niższe. Większa sprzedaż węgla kamiennego z pewnością pozytywnie wpłynie na płynność Spółek węglowych, a co za tym idzie większą ilość realizowanych inwestycji. Nie bez znaczenia będzie już obserwowana znacznie większa chęć instytucji finansowych do zawierania umów leasingu (wcześniej producenci maszyn i urządzeń musieli brać całe ryzyko transakcji finansowej na siebie). Duże nadzieje wiążemy również z programem pomocowym rządu na 400 mln PLN z rezerwy budżetowej. 6 maja bieżącego roku Komisja Europejska notyfikowała przedstawiony przez Rząd Polski program inwestycyjny. Według naszych informacji z Ministerstwa Gospodarki na rozpisanie procedur konkursowych potrzeba będzie około trzech tygodni. Po tym czasie minister podpisze rozporządzenie, które po dwóch tygodniach wejdzie w życie. Już wiadomo, że z programu pomocowego będzie można pokryć do 30% kosztu inwestycji. Dotacje mają być wykorzystane na przedsięwzięcia rozpoczęte w 2010 roku i muszą zostać wydane do końca roku (Również inwestycje początkowe z możliwością kontynuacji w kolejnych latach). Przedstawiciele górniczych spółek już potwierdzają, że przeważająca część projektów inwestycyjnych na 2010 kwalifikuje się do powyższego programu. Przykładowe inwestycje uprawnione do dotacji, to drażnienie wyrobisk górniczych, zakupy maszyn i urządzeń, budowa klimatyzacji w kopalniach, modernizacja i pogłębianie szybów wydobywczych, czy modernizacja zakładów przeróbki węgla. Naszym zdaniem pieniądze z programu będą najszybciej wydawane w drugiej połowie roku.

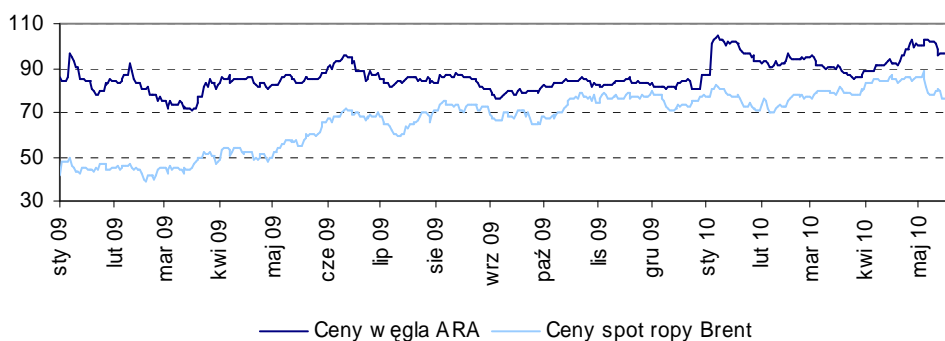
Ściśła konkurencja zarówno Famuru jak i Kopexu – gorlicki Glinik – jest obecnie na skraju upadku. Problemy, o jakich pisaliśmy wcześniej (nieodebranie zamówionych obudów przez kontrahenta ze wschodu), sprawiają, że Spółka znajduje się w bardzo złej kondycji finansowej. Zakład boryka się z wierzycielami i czasowym wyłączeniem mediów, co przekłada się na przestoje zakładu. Jeżeli Glinik nie znajdzie inwestora strategicznego, to wkrótce może zakończyć swoją działalność (jak na razie wszystkie próby kończyły się porażką). Zakład w trzecim i czwartym kwartale 2010 roku składał bardzo agresywne oferty na dostawę obudów do krajowych kopalni (celem przedłużenia działalności). Upadek konkurenta w branży byłby pozytywnym sygnałem dla Famuru i Kopexu, którzy mają obecnie problemy z wypełnieniem portfela kontraktów na drugą połowę roku. Uważamy natomiast, że gdyby Famur lub Kopex zdecydował się na przejęcie upadającego Glinika, to wpłynęłoby to na przejmującego negatywnie.

### Sytuacja na rynkach zagranicznych

Na rynkach zagranicznych koniunkturę na nowe inwestycje kopalniane z pewnością napędzać będzie drożejący wraz z ropą naftową węgiel. Ceny tej pierwszej wprawdzie w ostatnim czasie uległy obniżeniu, co sugerować może, że w krótkiej perspektywie spadną również ceny węgla energetycznego. Tym niemniej jednak ogromne zapotrzebowanie na ten surowiec, jakie obecnie generują kraje dalekowschodnie (Chiny i Indie), naszym zdaniem, wciąż sprawiać będzie, że ceny węgla energetycznego wciąż będą pozostawały na wysokich poziomach. Nie bez znaczenia jest również bardzo dynamicznie drożejący na całym świecie węgiel koksujący. W niektórych krajach, jak na przykład w Chinach jego ceny na koniec 1Q2010 były niemalże 25% wyższe r/r. Kopalnie posiadając bardzo wysoką dźwignię operacyjną będą wówczas

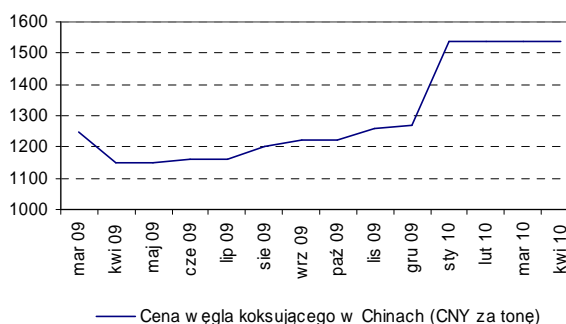
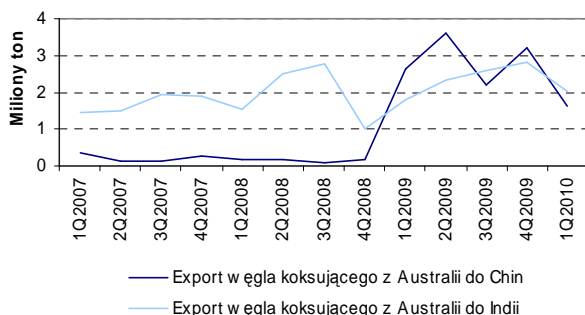
skłonne do zwiększania wydobycia, a co za tym idzie udostępnienia nowych wyrobisk i zastąpienia starego nieefektywnego sprzętu nowym bardziej wydajnym.

### Ceny węgla w portach ARA i spotowe ceny Brent ropy naftowej (USD za tonę/baryłkę)



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

### Export węgla z Australii do Chin i Indii (mln ton) i ceny węgla koksującego w Chinach (CNY za tonę)



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Po drastycznych spadkach cen węgla, jakie mogliśmy obserwować w roku 2008 i niepewności, co do dalszego kształtowania się koniunktury gospodarczej w kolejnych latach Spółka węglowa podjęła decyzje o ograniczeniu wydatków inwestycyjnych. To przyczyniło się do mniejszych wydatków w kolejnym, 2009 roku. Największe cięcia widoczne były w krajach, które zapoczątkowały kryzys finansowy (USA), oraz krajach nie mających możliwości samemu sfinansować wydatków inwestycyjnych (Meksyk, Tajlandia, Indonezja itd.). Dobrze z kolei górnictwo rozwijało się dalej w Chinach, Indiach i Australii. Nasza analiza wydatków inwestycyjnych wybranych spółek górniczych w krajach o znaczącym wydobyciu węgla kamiennego wskazuje, że obecny 2010 rok przyniesie wzrost wydatków inwestycyjnych o 9,2% r/r, a rok 2011 o 8,8% r/r. Liczymy jednak, że stabilizacja w branży i zwiększające się zapotrzebowanie na energię na światowych rynkach przełoży się na jeszcze większe wydatki w latach kolejnych. To z kolei sprawiąć będzie, że wznawiane będą już przygotowane projekty i rozpoczynane prace nad nowymi.

**Prognozowany Capex w latach 2009-2011P w Spółkach węglowych w krajach o dużym wydobyciu węgla kamiennego (mln USD)**

Kraj	Spółka	2009	2010P	2011P
Australia	BHP BILLITON PLC*	2 426,8	2 390,0	2 806,6
Australia	COAL & ALLIED INDUSTRIES LTD	134,3	180,9	559,1
Australia	MACARTHUR COAL LTD	62,2	62,5	101,8
Australia	WHITEHAVEN COAL LTD	115,7	221,2	173,6
Chiny	SHANXI LU'AN ENVIRONMENTAL-A	291,1	368,2	393,8
Chiny	CHINA COAL ENERGY CO-H	1 557,6	1 563,6	1 374,2
Chiny	SHANXI XISHAN COAL & ELEC-A	369,0	391,5	363,1
Indonezja	BUMI RESOURCES TBK PT	376,4	400,9	381,9
Indonezja	BAYAN RESOURCES GROUP	46,7	62,9	73,8
Meksyk	GRUPO MEXICO SAB DE CV-SER B*	214,8	380,8	424,9
USA	ALPHA NATURAL RESOURCES INC	263,1	369,7	351,7
USA	WALTER ENERGY INC	87,6	115,2	125,3
USA	ARCH COAL INC	295,9	299,3	314,6
USA	MASSEY ENERGY CO	287,4	322,2	314,4
<b>Suma</b>		<b>6 528,5</b>	<b>7 128,9</b>	<b>7 758,8</b>
zmiana			9,2%	8,8%

\*Wartość CAPEX w segmencie wydobycia węgla

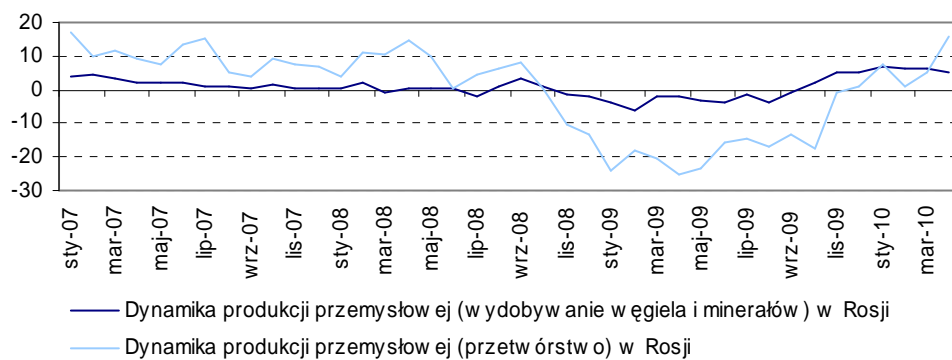
Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Większa podaż potencjalnych inwestycji będzie szansą dla polskich producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa. Liczymy jednak, że wygranie większych kompleksowych kontraktów jest bardziej prawdopodobne w przypadku Kopexu, ze względu na lepsze przygotowanie do walki na rynkach zagranicznych. Famur z kolei może naszym zdobyć kontrakty w krajach, gdzie główny nacisk kładziony jest na cenę maszyn i urządzeń.

**Ożywienie na rynku rosyjskim**

Po długiej recesji w przemyśle wydobywczym węgla w Rosji koniec roku 2009 i początek 2010 wykazuje oznaki ożywienia. Wyższa sprzedaż węgla na terenie naszego sąsiada ma związek z istotnymi zakupami krajów dalekowschodnich w tym wspomnianych Chin i Indii oraz ożywieniu w lokalnym przemyśle przetwórczym. Większa chłonność rynku i presja na podnoszenie cen węgla z pewnością pozytywnie wpłynie na decyzje inwestycyjne spółek węglowych. Tu potrzeby dotyczące zakupów nowego sprzętu i usług górniczych są znacznie wyższe niż w przypadku kopalni zlokalizowanych na terenie kraju. Główną przeszkodą w pozyskaniu nowych kontraktów będą chińscy producenci sprzętu górniczego. Posiadają oni istotną pomoc finansową własnego Rządu, poprzez co są w stanie zaoferować swoim odbiorcom kredyty inwestycyjne nawet z dziesięcioletnim terminem spłaty na korzystnych warunkach z gwarancją rządu chińskiego. Oferują także odroczone terminy płatności, co sprawia, że spółka wydobywczą jest w stanie spłacić inwestycję za sprawą wyższego wydobycia i sprzedaży surowca. Takie warunki sprzedaży są bardzo ryzykowne i nieosiągalne dla polskich producentów maszyn i urządzeń dla górnictwa. Również polskie spółki narzekają na nasilające się postawy protekcjonizmu lokalnych kopalni. Sprawia to, że mimo wyższej jakości polskiego sprzętu, kontrakty wygrywają lokalni producenci, a spółki górnicze korzystają przykładowo ze zwolnień podatkowych w związku z wyborem oferty od lokalnego sprzedawcy. Wkrótce jednak, odradzający się rynek wydobywczy węgla powinien zwiększać liczbę nowych inwestycji, a to zmniejszy wpływ lokalnego protekcjonizmu i konkurencji zagranicznych przedsiębiorców.

**Dynamika produkcji przemysłowej (wydobycie węgla i minerałów oraz przetwórstwo) w Rosji (%)**



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

## Wycena

Wartość Spółki Famur szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 2,03 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	40%	1,74
Wycena DCF (PLN)	60%	1,98
	cena wynikowa	1,88
	<b>cena docelowa za 9 m-cy</b>	<b>2,03</b>

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 tychże 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 AB-A SHS	14,0	20,3	13,8	11,6	10,0	8,7	12,1	10,4	8,9	8,1
INDUSTREA LTD	6,6	6,6	6,7	5,3	4,6	6,5	5,3	4,6	4,0	3,7
JOY GLOBAL INC	15,0	11,9	16,2	12,9	10,7	8,4	7,0	9,1	7,4	6,3
KOPEX	15,0	16,1	17,4	12,4	10,2	7,1	8,4	7,7	6,4	5,6
SANDVIK AB	12,9	-	19,6	13,0	10,2	8,1	35,3	10,1	7,8	6,8
Maksimum	15,0	20,3	19,6	13,0	10,7	8,7	35,3	10,4	8,9	8,1
Minimum	6,6	6,6	6,7	5,3	4,6	6,5	5,3	4,6	4,0	3,7
<b>Mediana</b>	<b>14,0</b>	<b>14,0</b>	<b>16,2</b>	<b>12,4</b>	<b>10,2</b>	<b>8,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>6,3</b>
Famur	16,3	16,6	21,9	12,0	9,2	5,3	7,9	11,3	6,3	5,1
Premia (dyskonto)		15,5%	25,9%	-2,8%	-11,1%		-7,7%	19,2%	-15,8%	-20,8%
<b>Implikowana wycena</b>										
Mediana	14,0	14,0	16,2	12,4	10,2	8,1	8,4	9,1	7,4	6,3
Dyskonto			20%	20%	20%			20%	20%	20%
Waga wskaźnika				50%					50%	
Waga roku			10%	50%	40%			10%	50%	40%
Wartość firmy na akcję	1,74									

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 roku 2010, natomiast niższy w latach 2011 i 2012. Również wskaźnik wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację dla Spółki Famur jest wyższy niż u konkurentów z branży w roku 2010 i niższy w latach 2011 i 2012.



## Wycena DCF

### Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 5,79% (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 czerwca 2010.
- W wycenie nie uwzględniamy emisji nowych akcji, ani potencjalnego przejęcia Zamet – Budowa Maszyn. Jest to związane z niepewnością dotyczącą kontynuacji przychodów w Spółce w kolejnych kwartałach i brakiem szerszych informacji o Spółce.
- 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 16,4 mln PLN w 2010 roku i 21,3 mln PLN w 2011 roku.



## Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>625,6</b>	<b>605,4</b>	<b>650,5</b>	<b>677,9</b>	<b>698,9</b>	<b>716,5</b>	<b>730,5</b>	<b>744,9</b>	<b>759,5</b>	<b>774,5</b>	<b>789,7</b>
zmiana	-10,0%	-3,2%	7,5%	4,2%	3,1%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>EBITDA</b>	<b>99,7</b>	<b>157,1</b>	<b>166,0</b>	<b>172,6</b>	<b>177,7</b>	<b>181,8</b>	<b>185,1</b>	<b>188,4</b>	<b>191,7</b>	<b>195,1</b>	<b>192,0</b>
marża EBITDA	15,9%	26,0%	25,5%	25,5%	25,4%	25,4%	25,3%	25,3%	25,2%	25,2%	24,3%
Amortyzacja	33,2	36,4	37,6	38,5	39,0	39,5	39,9	40,3	40,7	41,1	41,5
<b>EBIT</b>	<b>66,5</b>	<b>120,7</b>	<b>128,5</b>	<b>134,1</b>	<b>138,6</b>	<b>142,3</b>	<b>145,2</b>	<b>148,0</b>	<b>151,0</b>	<b>154,0</b>	<b>150,5</b>
marża EBIT	10,6%	19,9%	19,7%	19,8%	19,8%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,1%
Opodatkowane EBIT	12,0	23,0	24,8	25,9	26,9	27,6	28,2	28,9	29,5	30,1	29,6
<b>NOPLAT</b>	<b>54,5</b>	<b>97,7</b>	<b>103,6</b>	<b>108,2</b>	<b>111,8</b>	<b>114,7</b>	<b>116,9</b>	<b>119,2</b>	<b>121,5</b>	<b>123,8</b>	<b>120,9</b>
CAPEX	-76,7	-52,4	-49,8	-45,9	-45,5	-45,4	-45,3	-45,8	-46,3	-46,7	-41,5
Kapitał obrotowy	26,9	7,9	-17,5	-10,6	-8,1	-6,8	-5,5	-5,6	-5,7	-5,8	-5,9
Pozostałe	8,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FCF</b>	<b>46,5</b>	<b>89,6</b>	<b>73,9</b>	<b>90,1</b>	<b>97,2</b>	<b>102,0</b>	<b>106,0</b>	<b>108,1</b>	<b>110,3</b>	<b>112,5</b>	<b>115,0</b>
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
współczynnik dyskonta	0,94	0,85	0,77	0,69	0,63	0,56	0,51	0,46	0,41	0,37	0,34
PV FCF	43,8	76,2	56,7	62,4	60,8	57,5	54,0	49,7	45,8	42,1	38,9
<b>WACC</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>	<b>10,8%</b>
Koszt długu	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%	6,79%
Stopa wolna od ryzyka	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%	5,79%
Premia za ryzyko	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
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	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
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%	<b>Analiza wrażliwości</b>					
Wartość rezydualna (TV)	1 308,3	<b>Wzrost FCF w nieskończoności</b>					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	489,9	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	549,0	WACC +1,0pp	1,74	1,81	1,89	2,00	2,29
Wartość firmy (EV)	1 038,9	WACC +0,5pp	1,83	1,91	2,01	2,13	2,48
Dług netto	65,2	WACC	1,93	2,03	<b>2,14</b>	2,28	2,71
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	2,05	2,15	2,28	2,45	2,97
Udziałowcy mniejszościowi	20,2	WACC 1,0PP	2,17	2,29	2,45	2,65	3,29
Wartość firmy	953,4						
Liczba akcji (mln.)	481,5						
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>1,98</b>						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%						
<b>Cena docelowa</b>	<b>2,14</b>						
EV/EBITDA dla ceny docelowej	10,8						
P/E (*10) dla ceny docelowej	18,0						
Udział TV w EV	47,2%						

\*Bez uwzględnienia dotacji do inwestycji „Famur 2” wskaźniki wyniosłyby odpowiednio P/E 23,4 i EV/EBITDA 13,7.



## Rachunek Wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>909,2</b>	<b>1 089,1</b>	<b>695,1</b>	<b>625,6</b>	<b>605,4</b>	<b>650,5</b>	<b>677,9</b>	<b>698,9</b>	<b>716,5</b>	<b>730,5</b>
zmiana	50,5%	19,8%	-36,2%	-10,0%	-3,2%	7,5%	4,2%	3,1%	2,5%	2,0%
Maszyny górnicze	521,9	506,6	339,4	246,6	283,5	311,9	327,5	340,6	350,8	357,8
Inne urządzenia dla górnictwa	66,3	118,1	72,9	63,3	69,6	74,5	78,2	81,4	83,8	85,9
Urządzenia dźwigowe, przeładunkowe	110,6	77,4	56,9	39,1	43,0	45,6	47,0	47,9	48,9	49,8
Odlewy	171,3	276,3	144,5	137,3	144,2	152,8	158,9	162,1	165,4	168,7
Pozostała działalność	39,1	110,8	81,3	139,4	65,0	65,7	66,3	67,0	67,6	68,3
<b>Koszty wytworzenia</b>	<b>666,6</b>	<b>774,2</b>	<b>480,1</b>	<b>481,5</b>	<b>421,7</b>	<b>431,4</b>	<b>449,4</b>	<b>463,0</b>	<b>474,4</b>	<b>483,7</b>
Koszty zarządu	89,6	95,6	79,9	79,1	76,5	82,2	85,7	88,4	90,6	92,3
Koszty sprzedaży	18,2	17,3	8,9	8,0	7,8	8,3	8,7	9,0	9,2	9,4
Pozostała działalność operacyjna netto	3,8	-37,8	-25,4	9,4	21,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>138,5</b>	<b>164,2</b>	<b>100,8</b>	<b>66,5</b>	<b>120,7</b>	<b>128,5</b>	<b>134,1</b>	<b>138,6</b>	<b>142,3</b>	<b>145,2</b>
zmiana	1,8%	18,5%	-38,6%	-34,1%	81,6%	6,4%	4,4%	3,4%	2,7%	2,0%
marża EBIT	15,2%	15,1%	14,5%	10,6%	19,9%	19,7%	19,8%	19,8%	19,9%	19,9%
Wynik na działalności finansowej	5,5	-90,2	-23,3	5,3	0,4	2,2	2,4	2,8	3,1	3,5
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
<b>Zysk brutto</b>	<b>144,0</b>	<b>74,0</b>	<b>77,9</b>	<b>71,7</b>	<b>121,1</b>	<b>130,7</b>	<b>136,6</b>	<b>141,5</b>	<b>145,4</b>	<b>148,6</b>
Podatek dochodowy	27,2	14,8	19,0	13,6	23,0	24,8	25,9	26,9	27,6	28,2
Udziałowcy mniejszościowi	1,5	0,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Zysk netto</b>	<b>115,4</b>	<b>59,1</b>	<b>58,0</b>	<b>57,2</b>	<b>97,2</b>	<b>105,0</b>	<b>109,7</b>	<b>113,7</b>	<b>116,9</b>	<b>119,5</b>
zmiana	7,9%	-48,8%	-1,8%	-1,4%	70,0%	7,9%	4,5%	3,6%	2,8%	2,2%
marża	12,7%	5,4%	8,3%	9,1%	16,1%	16,1%	16,2%	16,3%	16,3%	16,4%
Amortyzacja	27,1	34,8	32,8	33,2	36,4	37,6	38,5	39,0	39,5	39,9
<b>EBITDA</b>	<b>165,6</b>	<b>199,0</b>	<b>133,6</b>	<b>99,7</b>	<b>157,1</b>	<b>166,0</b>	<b>172,6</b>	<b>177,7</b>	<b>181,8</b>	<b>185,1</b>
zmiana	7,3%	20,2%	-32,9%	-25,4%	57,6%	5,7%	3,9%	2,9%	2,3%	1,8%
marża EBITDA	18,2%	18,3%	19,2%	15,9%	26,0%	25,5%	25,5%	25,4%	25,4%	25,3%
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	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
CEPS	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
ROAE	19,7%	9,2%	8,3%	7,5%	11,3%	11,6%	11,8%	11,9%	12,0%	12,0%
ROAA	9,9%	4,5%	5,5%	5,2%	8,1%	8,4%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%



## Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>AKTYWA</b>	<b>1 164,4</b>	<b>1 309,3</b>	<b>1 053,2</b>	<b>1 100,7</b>	<b>1 195,7</b>	<b>1 244,2</b>	<b>1 280,3</b>	<b>1 304,8</b>	<b>1 328,6</b>	<b>1 351,7</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>537,0</b>	<b>553,3</b>	<b>509,4</b>	<b>552,9</b>	<b>568,9</b>	<b>581,1</b>	<b>588,5</b>	<b>595,0</b>	<b>600,9</b>	<b>606,3</b>
Wartość niematerialne i prawne	100,8	101,5	105,3	94,8	90,8	96,6	99,8	101,8	103,4	104,4
Rzeczowe aktywa trwałe	393,9	384,1	350,0	404,0	424,0	430,4	434,7	439,0	443,4	447,9
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	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Inwestycje długoterminowe	12,4	18,7	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6	20,6
Długoterminowe RM	24,4	40,7	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>627,4</b>	<b>756,0</b>	<b>543,7</b>	<b>547,7</b>	<b>626,8</b>	<b>663,1</b>	<b>691,8</b>	<b>709,8</b>	<b>727,7</b>	<b>745,4</b>
Zapasy	190,1	208,2	134,0	120,6	116,7	125,4	130,7	134,7	138,1	140,8
Należności krótkoterminowe	404,6	417,2	238,0	214,2	207,3	222,7	232,1	239,3	245,3	250,1
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	62,9	167,6	257,6	269,6	283,4	290,1	298,6	308,7
Krótkoterminowe RM	2,8	4,8	3,4	3,0	2,9	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5
<b>(mln PLN)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>	<b>2012P</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>1 164,4</b>	<b>1 309,3</b>	<b>1 053,2</b>	<b>1 100,7</b>	<b>1 195,7</b>	<b>1 244,2</b>	<b>1 280,3</b>	<b>1 304,8</b>	<b>1 328,6</b>	<b>1 351,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>586,9</b>	<b>645,4</b>	<b>703,3</b>	<b>761,4</b>	<b>859,5</b>	<b>901,1</b>	<b>933,0</b>	<b>954,3</b>	<b>975,5</b>	<b>996,5</b>
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	186,5	243,8	341,0	381,8	412,8	433,3	453,5	473,6
Udziały mniejszości	20,0	20,0	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2	20,2
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>143,6</b>	<b>95,3</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>	<b>92,9</b>
Dług	138,4	92,5	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9	92,9
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>287,6</b>	<b>408,8</b>	<b>141,1</b>	<b>130,5</b>	<b>127,4</b>	<b>134,3</b>	<b>138,5</b>	<b>141,7</b>	<b>144,4</b>	<b>146,5</b>
Zobowiązania handlowe	151,6	305,5	105,9	95,3	92,2	99,1	103,3	106,5	109,2	111,3
Dług	136,0	103,2	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2	35,2
Rezerwy na zobowiązania	125,9	138,1	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4	95,4
Pozostałe	0,3	1,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Dług	274,3	195,7	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1	128,1
Dług netto	245,7	71,7	65,2	-39,5	-129,5	-141,4	-155,3	-162,0	-170,4	-180,5
(Dług netto / Kapitał własny)	41,9%	11,1%	9,3%	-5,2%	-15,1%	-15,7%	-16,6%	-17,0%	-17,5%	-18,1%
(Dług netto / EBITDA)	1,5	0,4	0,5	-0,4	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
BVPS	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1



## Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-18,1</b>	<b>222,3</b>	<b>171,4</b>	<b>121,6</b>	<b>142,0</b>	<b>123,7</b>	<b>136,0</b>	<b>142,6</b>	<b>147,4</b>	<b>151,4</b>
Zysk netto	115,4	59,1	58,0	57,2	97,2	105,0	109,7	113,7	116,9	119,5
Amortyzacja	27,1	34,8	32,8	33,2	36,4	37,6	38,5	39,0	39,5	39,9
Kapitał obrotowy	-145,9	54,8	113,3	26,9	7,9	-17,5	-10,6	-8,1	-6,8	-5,5
Pozostałe	-14,6	73,7	-32,7	4,2	0,4	-1,3	-1,6	-2,0	-2,2	-2,6
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-153,97</b>	<b>-32,56</b>	<b>-141,70</b>	<b>-13,52</b>	<b>-52,39</b>	<b>-49,80</b>	<b>-45,89</b>	<b>-45,46</b>	<b>-45,41</b>	<b>-45,35</b>
CAPEX	-36,20	-28,81	-2,55	-76,72	-52,39	-49,80	-45,89	-45,46	-45,41	-45,35
Inwestycje kapitałowe	-117,77	-3,75	-105,65	63,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>118,0</b>	<b>-94,4</b>	<b>-90,7</b>	<b>-3,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-62,0</b>	<b>-76,3</b>	<b>-90,5</b>	<b>-93,6</b>	<b>-95,9</b>
Dług	102,2	-101,6	-78,8	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1	-8,1
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-64,2	-78,7	-93,3	-96,7	-99,4
Pozostałe	15,9	7,2	-12,0	4,7	8,5	10,3	10,5	10,9	11,2	11,5
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-54,0</b>	<b>95,4</b>	<b>-61,1</b>	<b>104,7</b>	<b>90,0</b>	<b>12,0</b>	<b>13,8</b>	<b>6,7</b>	<b>8,4</b>	<b>10,1</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	28,6	124,0	62,9	167,6	257,6	269,6	283,4	290,1	298,6	308,7
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,13	0,16	0,19	0,20	0,21
FCF	-42,7	195,1	195,6	46,5	89,6	73,9	90,1	97,2	102,0	106,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-4,0%	-2,6%	-0,4%	-12,3%	-8,7%	-7,7%	-6,8%	-6,5%	-6,3%	-6,2%

## Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
P/E	8,3	16,3	16,6	16,8	9,9	9,2	8,8	8,5	8,2	8,1
P/CE	6,8	10,3	10,6	10,6	7,2	6,8	6,5	6,3	6,2	6,0
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
P/S	1,1	0,9	1,4	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3
FCF/EV	-3,5%	18,9%	19,0%	5,0%	10,7%	9,0%	11,2%	12,1%	12,9%	13,6%
EV/EBITDA	7,4	5,3	7,9	9,5	5,4	5,1	4,8	4,6	4,5	4,3
EV/EBIT	8,9	6,4	10,4	14,2	7,1	6,6	6,2	5,9	5,7	5,5
EV/S	1,4	1,0	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,7%	8,2%	9,7%	10,0%	10,3%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>
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)	963,0	963,0	963,0	963,0	963,0	963,0	963,0	963,0	963,0	963,0
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)	1 228,7	1 054,7	1 048,5	943,8	853,8	841,8	828,0	821,2	812,8	802,7



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto:michal.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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### Analitycy:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.kliszcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.kliszcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

#### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

#### Maklerzy:

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68  
[tomasz.dudz@dibre.com.pl](mailto:tomasz.dudz@dibre.com.pl)

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

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

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

#### Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

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

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

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

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

#### „Prywatny Makler”

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

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47  
Sprzedaż  
[pawel.szczepanik@dibre.com.pl](mailto:pawel.szczepanik@dibre.com.pl)

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 dzielony 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 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.

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	Sprzedaj
data wydania	2010-02-04	2010-03-08
kurs z dnia rekomendacji	2,59	2,60
WIG w dniu rekomendacji	40118,73	40354,28