



Dom Maklerski BDM S.A.

FAMUR

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ (WZNOWIENIE)

WYCENA 5,80 PLN

03 MARZEC 2017, 14:07 CEST

Decydujemy się na wznowienie wydawania rekomendacji dla Famuru od zalecenia AKUMULUJ. Spółka wchodzi w okres budowy wyników w perspektywie przynajmniej kolejnych 3 lat, na co wpływ powinny mieć wyższe wydatki inwestycyjne w obszarze krajowego i światowego wydobycia. Dodatkowo kluczowe znaczenie dla Famuru będzie miała przyszła prawdopodobna integracja z częścią grupy Kopex. Tym samym dzięki konsolidacji może powstać wyjątkowy podmiot o ambicjach i możliwościach skutecznej rywalizacji z globalnymi grupami skupionymi wokół Caterpillar czy Komatsu. Obecnie (przy cenie 5,25 PLN/akcję) spółka na lata 2017-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 9,4x-6,9x. Nasza wycena oparta o analizę mnożnikową oraz o model DCF sugeruje wycenę na poziomie 5,80 PLN/akcję.

Famur zwiększył przychody w 4Q'16 o 64% r/r do poziomu niemal 305 mln PLN. W skali całego 2016 roku przychody skonsolidowane przekroczyły pułap 1 mld PLN. W 4Q'16 udział eksportu w sprzedaży wyniósł 21%, a w 2016 roku było to 29,5%. Dla porównania w 4Q'15 eksport stanowił 22,8% sprzedaży, a w 2015 roku sprzedaż eksportowa odpowiadała za 27,1% przychodów. Raportowane wyniki Famuru okazały się umiarkowanie lepsze niż nasze wcześniejsze założenia. EBITDA przekroczyła nasze szacunki o 4%. Z kolei na poziomie wyniku netto spółka wypracowała 26,2 mln PLN, podczas gdy my spodziewaliśmy się niespełna 23 mln PLN.

Według nas miniony 2016 rok stanowi dość ambitną bazę porównawczą dla roku 2017. Z bieżącej perspektywy liczymy, że okres 1Q'17 może okazać się trochę słabszy na poziomie EBITDA w porównaniu z odczytem z 1Q'16. Na bazie raportowanych tematów eksportowych spodziewamy się poprawy EBITDA w ujęciu r/r zarówno w 2Q'17 jak i 3Q'14. W modelu zakładamy słabszą końcówkę 2017 roku, niemniej ewentualne pozyskanie kolejnego kontraktu na kompleks górniczy zadecyduje o kształcie 4Q'17 i pozwoli nam na podniesienie bieżących założeń. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA może wzrosnąć do niemal 260 mln PLN. Zysk netto według naszych symulacji powinien przekroczyć 103 mln PLN.

Akcentujemy wyższe oczekiwane dynamiki wzrostu EBITDA dopiero w kolejnych 2-3 latach. Liczymy bowiem na pozytywne efekty wzmocnienia pozycji rynkowej grupy Famur. Akcentujemy w szczególności mniejszą presję cenową na rynku krajowym, poprawę pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych, oraz oczekiwaną przez nas konsekwentną politykę zarządzania kosztami. Staramy się wreszcie uwzględnić w naszej projekcji wypowiedzi władz spółki, z których wynika, że ambicją grupy w kolejnych latach będzie udział eksportu w przychodach ogółem na poziomie 50%.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	708,8	801,0	1 029,7	1 107,5	1 304,6	1 721,0
EBITDA [mln PLN]	275,9	183,0	238,6	259,9	346,9	496,1
EBIT [mln PLN]	121,9	42,1	113,7	133,8	208,9	354,1
Wynik netto [mln PLN]	100,3	51,2	93,7	103,4	165,4	284,1
EV/EBITDA (x)	9,2x	14,2x	10,0x	9,4x	6,9x	4,8x
P/E (x)	25,2x	49,4x	27,0x	24,5x	15,3x	8,9x
P/BV (x)	3,0x	2,8x	2,5x	2,3x	2,1x	1,7x

Wycena końcowa [PLN]	5,80
Potencjał do wzrostu / spadku	+10%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	5,25
Kapitalizacja [mld PLN]	2,53
Ilość akcji [mln. szt.]	481,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,37
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,80
Stopa zwrotu za 3 mc	+24%
Stopa zwrotu za 6 mc	+38%
Stopa zwrotu za 9 mc	+106%
Akcjonariat	
TDJ Equity	70,6%
NN OFE	9,9%
AVIVA OFE	6,0%

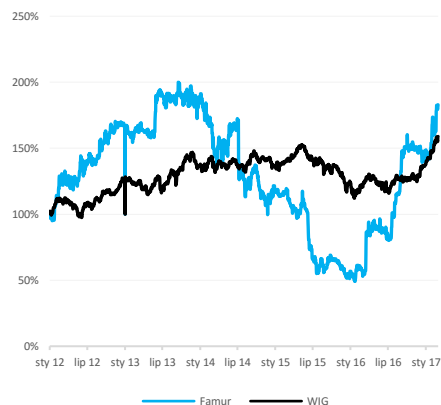
Maciej Bobrowski

bobrowski@bdm.pl

tel. (0-32) 208-14-12

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA MNOŻNIKOWA.....	7
WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'16.....	9
SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY.....	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	14

WYCENA I PODSUMOWANIE

Decydujemy się na wznowienie wydawania rekomendacji dla Famuru od zalecenia AKUMULUJ. Spółka wchodzi w okres budowy wyników w perspektywie przynajmniej kolejnych 3 lat, na co wpływ powinny mieć wyższe wydatki inwestycyjne w obszarze krajowego i światowego wydobywania. Dodatkowo kluczowe znaczenie dla Famuru będzie miała przyszła prawdopodobna integracja z częścią grupy Kopex. Tym samym dzięki konsolidacji może powstać wyjątkowy podmiot o ambicjach i możliwościach skutecznej rywalizacji z globalnymi grupami skupionymi wokół Caterpillar czy Komatsu. Obecnie (przy cenie 5,25 PLN/akcję) spółka na lata 2017-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 9,4x-6,9x. Nasza wycena oparta o analizę mnożnikową oraz o model DCF sugeruje wycenę na poziomie 5,80 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny

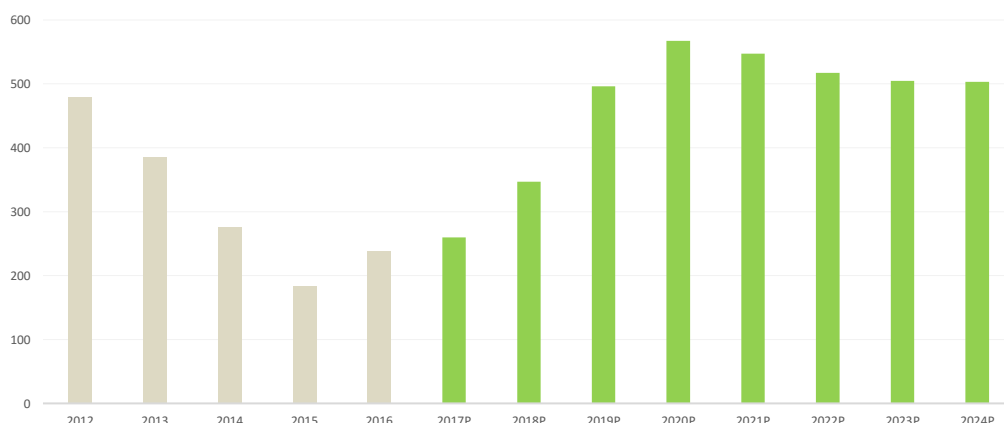
A	Wycena DCF [PLN]	5,60
B	Wycena mnożnikowa [PLN]	6,00
C = (A*50%+B*50%) Wycena na podstawie modelu DCF i analizy mnożnikowej [PLN]		5,80

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Według nas miniony 2016 rok stanowi dość ambitną bazę porównawczą dla roku 2017. Z bieżącej perspektywy liczymy, że okres 1Q'17 może okazać się trochę słabszy na poziomie EBITDA w porównaniu z odczytem z 1Q'16. Na bazie raportowanych tematów eksportowych spodziewamy się poprawy EBITDA w ujęciu r/r zarówno w 2Q'17 jak i 3Q'14. W modelu zakładamy słabszą końcówkę 2017 roku, niemniej ewentualne pozyskanie kolejnego kontraktu na kompleks górniczy zadecyduje o kształcie 4Q'17 i pozwoli nam na podniesienie bieżących założeń. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA może wzrosnąć do niemal 260 mln PLN. Zysk netto według naszych symulacji powinien przekroczyć 103 mln PLN.

Akcentujemy wyższe oczekiwane dynamiki wzrostu EBITDA dopiero w kolejnych 2-3 latach. Liczymy bowiem na pozytywne efekty wzmocnienia pozycji rynkowej grupy Famur. Akcentujemy w szczególności mniejszą presję cenową na rynku krajowym, poprawę pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych, oraz oczekiwaną przez nas konsekwentną politykę zarządzania kosztami. Staramy się wreszcie uwzględnić w naszej projekcji wypowiedzi władz spółki, z których wynika, że ambicją grupy w kolejnych latach będzie udział eksportu w przychodach ogółem na poziomie 50%.

Przyjęta w modelu ścieżka budowy EBITDA [mln PLN]



Wzrost wyników w najbliższych latach powinien być efektem odbudowy inwestycji przez krajowe kopalnie węgla kamiennego (po kilku latach oszczędności) oraz zwiększenia udziału eksportu w przychodach.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny spółki metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach wolnych od ryzyka na poziomie 4.00%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta równy 1.1.

Główne założenia (szczegółowe założenia dla poszczególnych segmentów znajdują się w osobnym rozdziale):

- Z bieżącej perspektywy liczymy, że okres 1Q'17 może okazać się trochę słabszy na poziomie EBITDA w porównaniu z odczytem z 1Q'16. Na bazie raportowanych tematów eksportowych spodziewamy się poprawy EBITDA w ujęciu r/r zarówno w 2Q'17 jak i 3Q'14. W modelu zakładamy słabszą końcówkę 2017 roku, niemniej ewentualne pozyskanie kolejnego kontraktu na kompleks górniczy zadecyduje o kształcie 4Q'17 i pozwoli nam na podniesienie bieżących założeń. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA może wzrosnąć do niemal 260 mln PLN.
- W kolejnych 2-3 latach, za wzrostem rentowności grupy przemawia prawdopodobne zwiększenie inwestycji przez krajowe oraz światowe górnictwo. Dodatkowo liczymy na pozytywne efekty wzmocnienia pozycji rynkowej grupy Famur. Akcentujemy w szczególności mniejszą presję cenową na rynku krajowym, poprawę pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych, oraz oczekiwaną przez nas konsekwentną politykę zarządzania kosztami. Staramy się uwzględnić w naszej projekcji wypowiedzi władz spółki, z których wynika, że ambicją grupy w kolejnych latach będzie udział eksportu w przychodach ogółem na poziomie 50%. W ostatnich latach sprzedaż eksportowa nie przekraczała 30% przychodów. W 2016 roku rynki zagraniczne odpowiadały za 30% wpływów, w rekordowym dla wyników grupy 2012 roku eksport stanowił 29% przychodów. Dlatego w latach 2018-2020 przyjmujemy w modelu wysoką dynamikę poprawy EBITDA. W roku 2018 spodziewamy się, że EBITDA zbliży się do 350 mln PLN i w następnych dwóch latach wyniesie odpowiednio 496 mln PLN i 567 mln PLN. Zatem nasze projekcje wskazują na przekroczenie ostatniego rekordowego odczytu EBITDA z 2012 roku, kiedy grupa pokazała (już po zdarzeniach jednorazowych) niemal 480 mln PLN.
- Bieżący 2017 rok prawdopodobnie przyniesie finalną integrację Famuru z wybranymi składnikami grupy Kopex. Zatem konsolidacja nowych aktywów będzie miała istotny wpływ na kształt przyszłej ścieżki przychodów i EBITDA w następnych kilku kwartałach (**jest też ryzyko, że nasze projekcje są zbyt optymistyczne i już konsumują w pełni efekty konsolidacji**). W modelu nie uwzględniamy płatności za aktywa Kopexu i czekamy na komunikat o finalnej integracji z Kopexem (pytanie co zostanie konsolidowane oraz jaka będzie cena przejęcia tych aktywów).
- W modelu uwzględnianymi przejęcie ZCP Famago (szacowany potencjał produkcyjny to ok. 4 tys. ton/rok) oraz Fugo Zamet (bieżący potencjał produkcyjny rzędu 5 tys. ton/rok).

Ponadto zakładamy:

- W okresie rezydualnym zakładamy, że CAPEX będzie równy amortyzacji z roku 2026.
- Wycena została sporządzona na dzień 01.06.2017 roku.

Metoda DCF sugeruje wartość spółki na poziomie 2,698 mld PLN, czyli 5,60 PLN/akcję.

Model DCF

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	1 108	1 305	1 721	1 943	1 883	1 788	1 770	1 767	1 764	1 762
EBIT. [mln PLN]	133,8	208,9	354,1	411,0	374,0	333,7	315,3	309,6	305,3	301,1
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Podatek od EBIT [mln PLN]	25	40	67	78	71	63	60	59	58	57
NOPLAT [mln PLN]	108	169	287	333	303	270	255	251	247	244
Amortyzacja [mln PLN]	126,2	138,1	142,0	156,3	173,5	183,6	189,3	193,4	196,5	198,9
CAPEX [mln PLN]	-121,8	-156,6	-197,9	-223,4	-207,2	-196,7	-194,7	-194,4	-194,1	-193,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-75,6	-71,9	-143,4	-68,7	24,6	39,8	7,6	-1,3	-1,3	-1,3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-28									
FCF [mln PLN]	9,1	78,7	87,6	197,1	293,9	297,1	257,6	248,5	248,5	247,7
DFCF [mln PLN]	8,7	69,0	70,6	146,0	200,0	185,7	147,9	131,1	120,3	110,1
Suma DFCF [mln PLN]	1 189,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 095,7		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1%							
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	1 376,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 565,7									
Dług netto [mln PLN]	-131,83									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 697,5									
Ilość akcji [mln szt.]	481,50									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	5,60									

Przychody zmiana r/r	7,6%	17,8%	31,9%	12,9%	-3,0%	-5,1%	-1,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Marża EBIT	12,1%	16,0%	20,6%	21,2%	19,9%	18,7%	17,8%	17,5%	17,3%	17,1%
Marża EBITDA	23,5%	26,6%	28,8%	29,2%	29,1%	28,9%	28,5%	28,5%	28,4%	28,4%
CAPEX / Przychody	11,0%	12,0%	11,5%	11,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
CAPEX / Amortyzacja	97%	113%	139%	143%	119%	107%	103%	101%	99%	97%
Kapitał obrotowy/Przychody	47,4%	45,8%	43,0%	41,6%	41,6%	41,6%	41,6%	41,8%	41,9%	42,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Udział kapitału własnego	82%	83%	85%	87%	87%	87%	88%	88%	88%	88%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	18%	17%	15%	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%
WACC	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	0,7	5,78	6,16	6,64	7,27	7,68	8,16	8,74	9,47	10,40
	0,8	5,49	5,82	6,23	6,77	7,11	7,51	7,98	8,56	9,28
	0,9	5,22	5,51	5,87	6,33	6,62	6,95	7,34	7,81	8,38
	1,0	4,98	5,23	5,55	5,95	6,19	6,47	6,79	7,18	7,64
	1,1	4,76	4,98	5,26	5,60	5,81	6,05	6,32	6,64	7,03
	1,2	4,55	4,75	4,99	5,29	5,47	5,68	5,91	6,18	6,50
	1,3	4,36	4,54	4,75	5,02	5,17	5,35	5,55	5,78	6,05
	1,4	4,18	4,34	4,54	4,77	4,90	5,06	5,23	5,43	5,65
	1,5	4,02	4,16	4,34	4,54	4,66	4,79	4,94	5,11	5,31

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / premia za ryzyko

		premia za ryzyko								
beta		3,5%	4,0%	4,5%	4,8%	5,0%	5,3%	5,5%	6,0%	6,5%
	0,7	8,61	8,11	7,67	7,47	7,27	7,09	6,92	6,59	6,29
	0,8	8,11	7,61	7,17	6,96	6,77	6,59	6,42	6,10	5,80
	0,9	7,67	7,17	6,73	6,52	6,33	6,15	5,98	5,67	5,38
	1,0	7,27	6,77	6,33	6,13	5,95	5,77	5,60	5,29	5,02
	1,1	6,92	6,42	5,98	5,79	5,60	5,43	5,27	4,97	4,70
	1,2	6,59	6,10	5,67	5,48	5,29	5,13	4,97	4,68	4,41
	1,3	6,29	5,80	5,38	5,19	5,02	4,85	4,70	4,41	4,16
	1,4	6,02	5,54	5,13	4,94	4,77	4,61	4,46	4,18	3,94
	1,5	5,77	5,29	4,89	4,71	4,54	4,38	4,24	3,97	3,73

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
premia za ryzyko		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
	3,0%	5,91	6,30	6,81	7,50	7,93	8,45	9,09	9,89	10,92
	3,5%	5,57	5,91	6,35	6,92	7,27	7,69	8,20	8,81	9,59
	4,0%	5,27	5,57	5,94	6,42	6,71	7,05	7,46	7,95	8,55
	4,5%	5,00	5,26	5,58	5,98	6,23	6,51	6,85	7,24	7,71
	5,0%	4,76	4,98	5,26	5,60	5,81	6,05	6,32	6,64	7,03
	5,5%	4,53	4,73	4,97	5,27	5,44	5,64	5,87	6,14	6,45
	6,0%	4,32	4,50	4,71	4,97	5,12	5,29	5,48	5,71	5,96
	6,5%	4,13	4,29	4,47	4,70	4,83	4,98	5,14	5,33	5,54
	7,0%	3,96	4,10	4,26	4,46	4,57	4,70	4,84	5,00	5,18

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA MNOŻNIKOWA

W naszej analizie mnożnikowej wykorzystujemy akceptowalny poziom EV/EBITDA na lata 2017-2019 na poziomie 7,5x. Na podstawie sporządzonych prognoz wycena wskaźnikowa sugeruje zatem cenę jednej akcji równą 6,0 PLN.

Wrażliwość ceny docelowej w oparciu o przyjęty poziom mnożnika EV/EBITDA na rok 2017-2019

	EV/EBITDA na 2017-2019 (równa waga lat)					
	6,5x	7,0x	7,5x	8,0x	8,5x	9,0x
Cena docelowa [PLN/akcję]	5,24	5,62	6,00	6,38	6,77	7,15

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Obecnie (przy cenie 5,25 PLN/akcję) spółka na lata 2017-2018 handlowana jest przy mnożnikach EV/EBITDA na poziomie 9,4x-6,9x. Należy mieć na uwadze, że spółka jest bardzo wrażliwa na cykle inwestycyjne w obszarze wydobywania. Zatem akceptowalne mnożniki rynkowe w poszczególnych fazach cyklu powinny być różne. W naszej analizie zakładamy, że Famur znajduje się na ścieżce budowy wyników, która potrwa przez kolejne 3 lata (proces ten będzie dodatkowo wsparty konsolidacją części grupy Kopex).

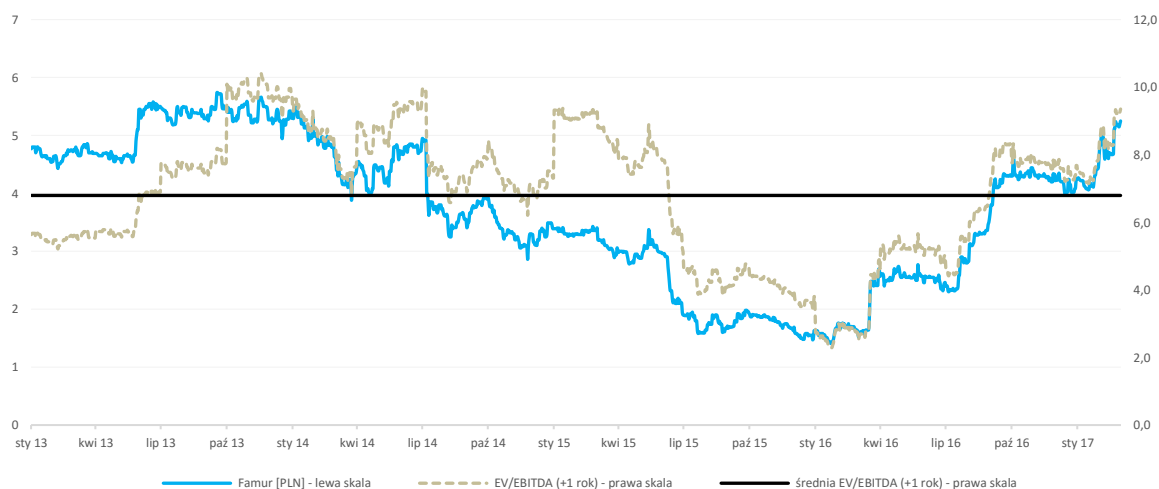
Mediana EV/EBITDA podmiotów zagranicznych z grupy porównawczej na lata 2017-2018 wynosi odpowiednio 11,1x i 9,8x. Należy mieć jednak na uwadze różnice w strukturze produkcji analizowanych firm z grupy porównawczej. Przypominamy też, że transakcja przejęcia Joy Global przez Komatsu odbywała się na mnożnikach (liczonych na ogłoszenia oferty, czyli lipiec 2016 roku) na poziomie: EV/Przychody'16 = 1,5x oraz EV/EBITDA'16 = 16,4x.

Mnożniki rynkowe wybranych zagranicznych podmiotów z grupy porównawczej dla Famuru

	Cena	Waluta	P/E			EV/EBITDA		
			2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
SANDVIK	124,3	SEK	19,7x	18,2x	16,3x	10,6x	9,8x	8,9x
METSO	28,48	EUR	23,2x	20,3x	18,0x	12,5x	11,1x	10,2x
ATLAS COPCO	301,7	SEK	22,1x	20,5x	18,7x	13,9x	12,9x	11,8x
OUTOTEC	5,485	EUR	36,5x	26,0x	17,1x	11,5x	8,4x	6,5x
CATERPILLAR	97,78	USD	31,9x	23,3x	18,2x	16,4x	13,7x	11,9x
TOROMONT INDUSTRIES	47,1	CAD	22,2x	20,2x	18,0x	11,6x	10,5x	9,4x
SIME DARBY BERHAD	9,12	MYR	27,8x	24,2x	21,7x	14,1x	12,7x	12,0x
SANY HEAVY EQUIPMENT	1,41	HKD	---	60,2x	38,6x	---	14,7x	9,8x
KOMATSU	2859	JPY	28,1x	22,8x	19,0x	11,5x	10,6x	9,5x
Mediana	---	---	25,5x	22,8x	18,2x	12,1x	11,1x	9,8x
Famur	5,25	PLN	27,0x	24,5x	15,3x	10,0x	9,4x	6,9x

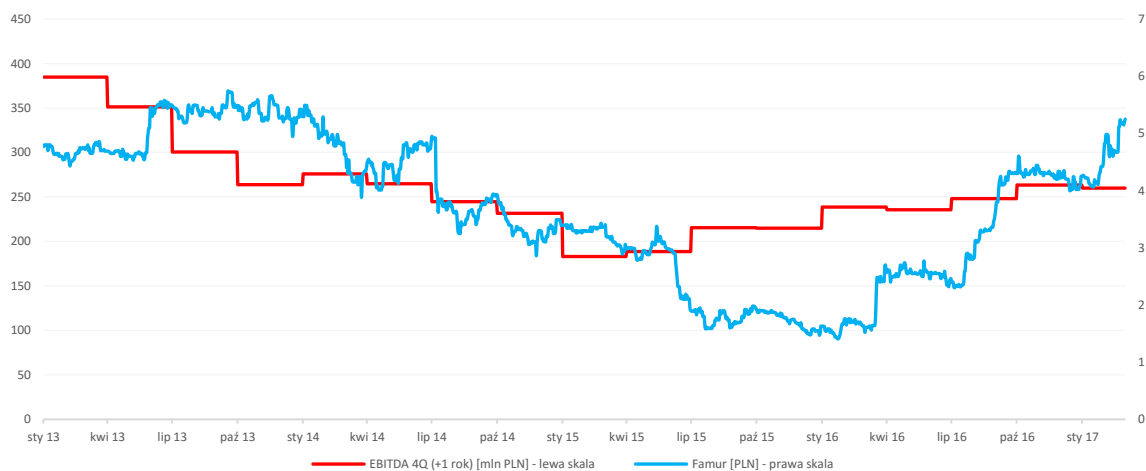
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Historyczne akceptowalne pułapy EV/EBITDA (+1 rok) dla Famuru



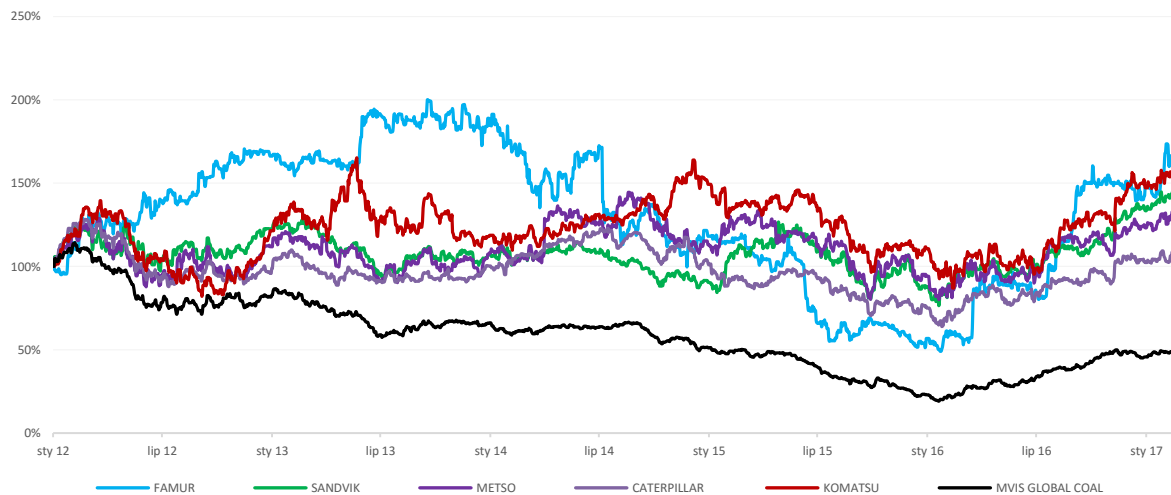
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Kurs spółki na tle EBITDA (+1 rok)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Famur na tle zagranicznej grupy porównawczej (waluty lokalne) oraz indeksu grupującego podmioty z obszaru wydobywania i usług dla górnictwa



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE ZA 4Q'16

Famur zwiększył przychody w 4Q'16 o 64% r/r do poziomu niemal 305 mln PLN. W skali całego 2016 roku przychody skonsolidowane przekroczyły pułap 1 mld PLN. W 4Q'16 udział eksportu w sprzedaży wyniósł 21%, a w 2016 roku było to 29,5%. Dla porównania w 4Q'15 eksport stanowił 22,8% sprzedaży, a w 2015 roku sprzedaż eksportowa odpowiadała za 27,1% przychodów.

Raportowane wyniki Famuru okazały się umiarkowanie lesze niż nasze wcześniejsze założenia. EBITDA przekroczyła nasze szacunki o 4%. Z kolei na poziomie wyniku netto spółka wypracowała 26,2 mln PLN, podczas gdy my spodziewaliśmy się niespełna 23 mln PLN.

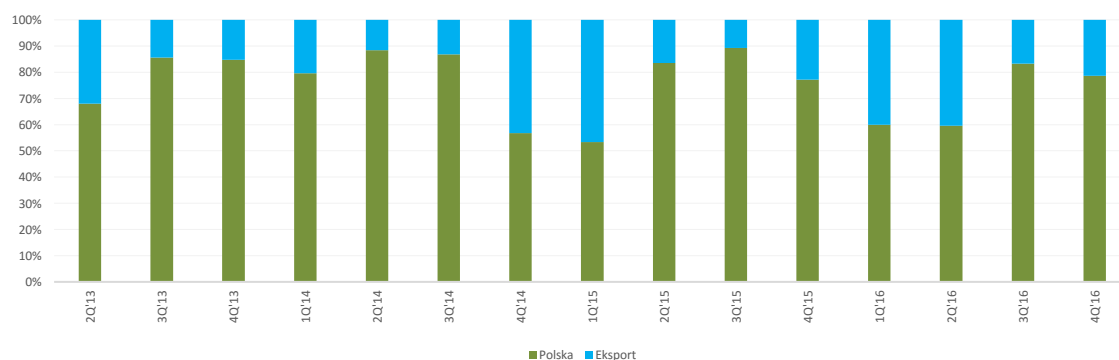
Istotne znaczenie na wyniki segmentu underground miała dostawa kompleksu ścianowego dla kopalni Nowe Brzeszcze Grupa Tauron. Dodatkowo na rezultaty spółki wpływ miały: remonty i modernizacje obudów zmechanizowanych i przenośników zgrzebłowych, realizacja kontraktu na dostawę zmechanizowanego kompleksu ścianowego do kopalni Imbat w Turcji, sprzedaż kombajnów ścianowych na eksport oraz realizacja zleceń układów nawęglania i odżużlania, czy dostawa urządzeń przeładunkowych do portu EMO w Rotterdamie. Należy mieć też na uwadze, że spółka w wynikach systematycznie ujmuje umowy dzierżawy kombajnów ścianowych i chodników.

Wyniki skonsolidowane Famur za 4Q'16

	4Q'15	4Q'16P	zmiana r/r	2015	2016P	zmiana r/r
Przychody	185,8	304,8	64%	801	1 030	29%
Wynik brutto na sprzedaży	41,2	64,9	58%	199	243	22%
Wynik na sprzedaży	15,8	47,3	199%	69	158	130%
Saldo PPO/PKO	-12,8	-15,1	---	-26	-44	67%
EBITDA	38,3	62,0	62%	183	239	30%
EBIT	3,1	32,2	950%	42	114	170%
Wynik netto	6,4	26,2	306%	51	94	83%
Underground	4Q'15	4Q'16P	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	110,0	218,4	99%	639	741	16%
Koszty	87,9	171,6	95%	476	550	15%
Wynik brutto na sprzedaży	22,0	46,8	113%	163	191	17%
Koszty SG&A	22,3	15,1	-32%	116	72	-38%
Wynik na sprzedaży	-0,2	31,7	---	47	119	156%
Surface	4Q'15	4Q'16P	zmiana r/r	2015	2016	zmiana r/r
Przychody	75,8	86,4	14%	162	289	78%
Koszty	56,7	68,3	21%	126	237	88%
Wynik brutto na sprzedaży	19,2	18,1	-5%	36	52	43%
Koszty SG&A	3,1	2,5	-19%	14	13	-8%
Wynik na sprzedaży	16,1	15,6	-3%	22	39	76%

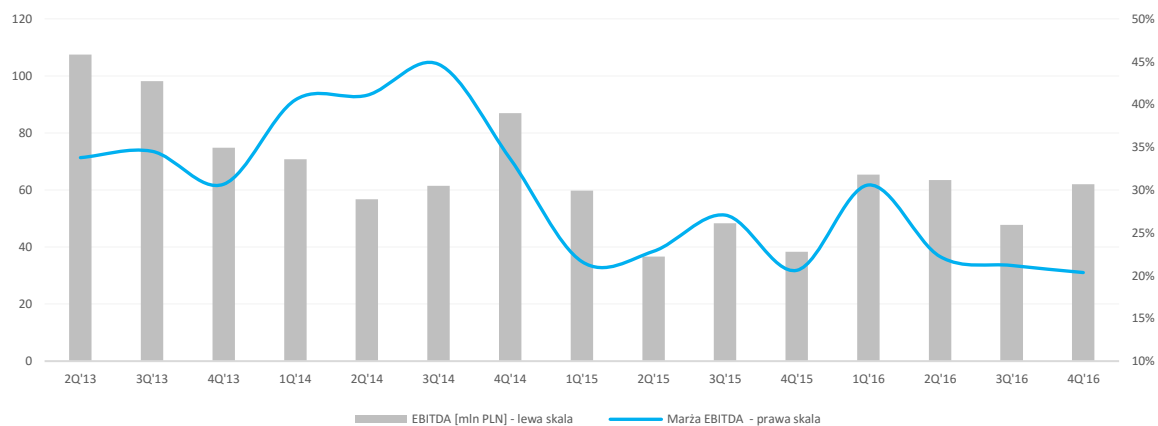
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura geograficzna sprzedaży grupy Famur



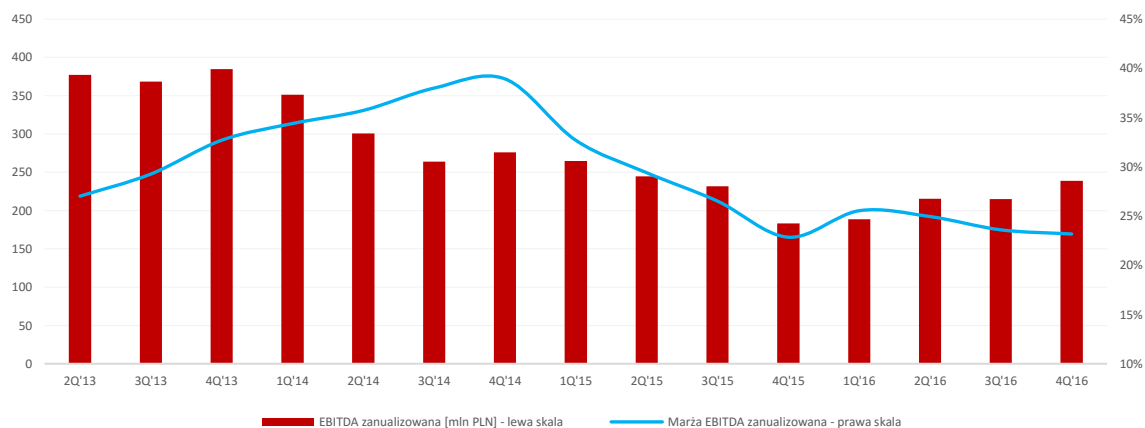
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA w ujęciu kwartalnym grupy Famur



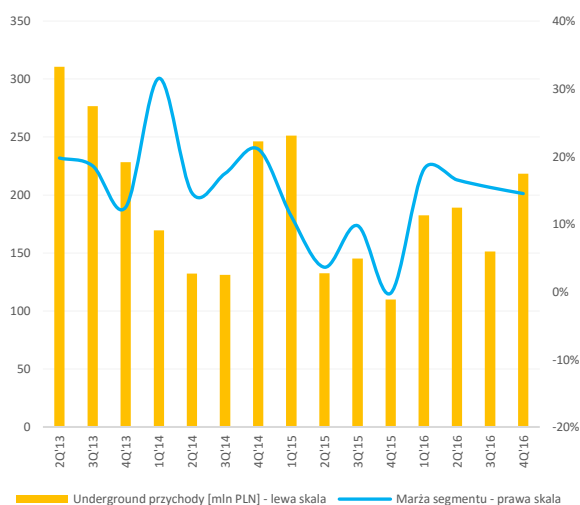
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA zannualizowana (narastająco 4 kwartały) grupy Famur

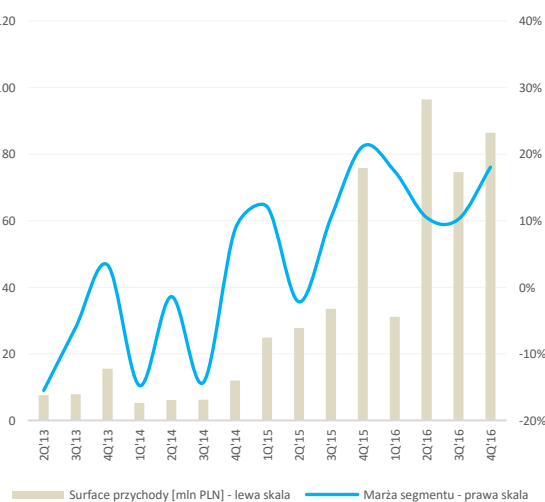


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Segment underground



Segment surface



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SZCZEGÓŁOWA PROGNOZA NA 2017 ROK I KOLEJNE OKRESY

Oceniamy, że rok 2016 był udany dla grupy Famur. Końcowe rezultaty okazały się lepsze niż początkowo szacowaliśmy, na co wpływ miał poziom eksportu oraz dostawa kompleksu ścianowego z wyposażeniem dla Nowe Brzeszcze Grupa Tauron. Zatem według nas inwestorzy powinni mieć na uwadze, że z tej perspektywy miniony rok stanowi dość wymagającą bazę wynikową.

Pod koniec grudnia'16 spółka podała, że oferta Famuru została wybrana jako najkorzystniejsza na dostawę kompleksu zmechanizowanego dla wydobycia węgla metodą kombajnową dla kopalni Czeretinska-Koksowa. Wartość oferty wynosi ok 75,3 mln PLN, czyli 17,5 mln EUR. Termin realizacji ustalono na 150 dni od momentu wpłaty zaliczki.

Spółka w styczniu'17 podała, że zgodnie z wyrokiem KIO, Tauron Wydobycie powtórzy badania i ocenę ofert na roboty budowlane i budowę szybu Grzegorz. Liczymy, że konsorcjum z udziałem spółki będzie realizowało ten projekt w latach 2018/2019/2020.

W lutym'17 Famur opublikował raport bieżący o wyborze oferty grupy na dostawę 177 sekcji obudów zmechanizowanych dla kopalni Kirova. Wartość projektu to ok 87,7 mln PLN, czyli 21,49 mln EUR. Termin dostawy ustalono na 3Q'17.

Na początku marca'17 spółka opublikowała raport bieżący z informacją, że oferta złożona przez Famur Pemug została wybrana jako najkorzystniejsza w przetargu na „Rozbudowę i modernizację Zakładu Przeróbki Mechanicznej Węgla JSW Budryk”. Wartość umowy to ok 132,35 mln PLN. W modelu zakładamy, że projekt będzie realizowany przez najbliższe lata.

Na rynku krajowym czekamy na większą liczbę rozpisywanych przetargów, co będzie jednak dopiero bardziej odczuwalne w rezultatach Famuru w 2018 roku.

Z bieżącej perspektywy liczymy, że okres 1Q'17 może okazać się trochę słabszy na poziomie EBITDA w porównaniu z odczytem z 1Q'16. Na bazie raportowanych tematów eksportowych spodziewamy się poprawy EBITDA w ujęciu r/r zarówno w 2Q'17 jak i 3Q'14. W modelu zakładamy słabszą końcówkę 2017 roku, niemniej ewentualne pozyskanie kolejnego kontraktu na kompleks górniczy zadecyduje o kształcie 4Q'17 i pozwoli nam na podniesienie bieżących założeń. W skali całego 2017 roku przyjmujemy, że EBITDA może wzrosnąć do niemal 260 mln PLN. Zysk netto według naszych symulacji powinien przekroczyć 103 mln PLN.

Dodatkowo należy mieć na uwadze, że bieżący 2017 rok prawdopodobnie przyniesie finalną integrację Famuru z wybranymi składnikami grupy Kopex. Zatem konsolidacja nowych aktywów będzie miała istotny wpływ na kształt przyszłej ścieżki przychodów i EBITDA w następnych kilku kwartałach (jest też ryzyko, że nasze projekcje są zbyt optymistyczne i już konsumują efekty konsolidacji). Właśnie prawdopodobna przyszła konsolidacja spółki z częścią aktywów grupy Kopex będzie miała zasadniczy wpływ na oblicze Famuru w perspektywie najbliższych lat. Władze spółki podkreślają, że proces ten powinien w szczególności poprawić pozycję i szanse Famuru w koniecznej ekspansji zagranicznej (ponieważ rynek krajowy docelowo w dłuższym terminie będzie stopniowo się kurczył wraz z wygaszaniem eksploatacji poszczególnych złóż węgla kamiennego).

W kolejnych 2-3 latach, za wzrostem rentowności grupy przemawia prawdopodobne zwiększenie inwestycji przez krajowe oraz światowe górnictwo. Dodatkowo liczymy na pozytywne efekty wzmocnienia pozycji rynkowej grupy Famur. Akcentujemy w szczególności mniejszą presję cenową na rynku krajowym, poprawę pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych, oraz oczekiwaną przez nas konsekwentną politykę zarządzania kosztami. Staramy się uwzględnić w naszej projekcji wypowiedzi władz spółki, z których wynika, że ambicją grupy w kolejnych latach będzie udział eksportu w przychodach ogółem na poziomie 50%. W ostatnich latach sprzedaż eksportowa nie przekraczała 30% przychodów. W 2016 roku rynki zagraniczne odpowiadały za 30% wpływów, w rekordowym dla wyników grupy 2012 roku eksport stanowił 29% przychodów.

Struktura przychodów grupy Famur w latach 2012-2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Kraj [mln PLN]	1046,8	963,8	527,2	584,3	725,8
Eksport [mln PLN]	424,7	212,6	181,6	216,7	303,9
	2012	2013	2014	2015	2016
Kraj - udział w przychodach ogółem	71%	82%	74%	73%	70%
Eksport - udział w przychodach ogółem	29%	18%	26%	27%	30%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dlatego w latach 2018-2020 przyjmujemy w modelu wysoką dynamikę poprawy EBITDA. W roku 2018 spodziewamy się, że EBITDA zbliży się do 350 mln PLN i w następnych dwóch latach wyniesie odpowiednio 496 mln PLN i 567 mln PLN. Zatem nasze projekcje wskazują na przekroczenie ostatniego rekordowego odczytu EBITDA z 2012 roku, kiedy grupa pokazała (już po zdarzeniach jednorazowych) niemal 480 mln PLN.

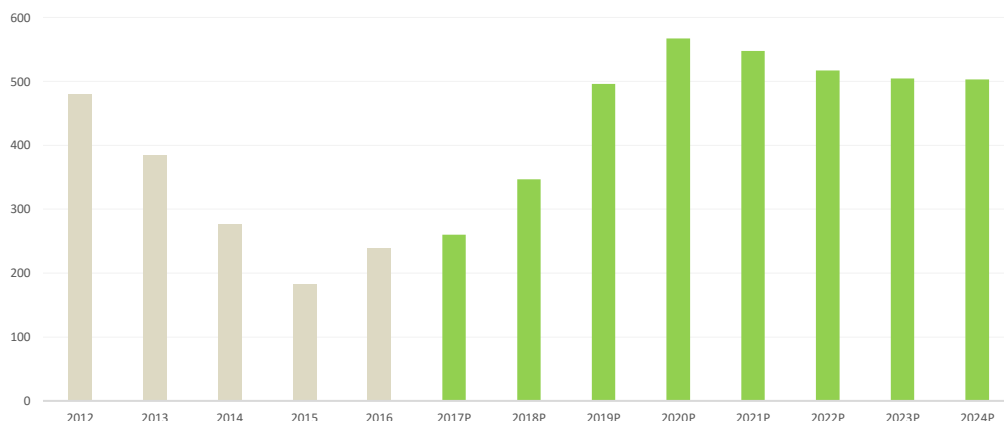
Należy mieć na uwadze, że nasze założenia mogą być obciążone błędem szacunku efektu wzmocnienia pozycji po wygaśnięciu rywalizacji z Kopexem. Czekamy na komunikat o finalnej integracji i odpowiedź na pytanie co zostanie skonsolidowane oraz jaka będzie cena przejęcia tych aktywów (w modelu DCF nie uwzględniamy inwestycji na odkupienie aktywów z Kopexu).

Szczegółowe założenia do modelu

RZIS [mln PLN]	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Przychody	185,8	213,7	285,5	225,8	304,8	252,2	322,2	256,8	276,4	801,0	1029,7	1107,5	1304,6	1721,0	1942,6	1883,4	1787,8	1769,7
Underground	110,0	182,5	189,0	151,2	218,4	200,8	230,6	181,4	185,6	638,9	741,2	798,5	918,3	1202,9	1353,3	1312,7	1247,0	1234,6
Surface	75,8	31,1	96,4	74,6	86,4	51,4	91,6	75,3	90,8	162,0	288,6	309,1	386,3	518,1	589,3	570,7	540,8	535,1
Wynik na sprzedaży	15,8	38,4	41,3	30,9	47,3	41,3	54,2	39,9	43,3	68,6	158,0	178,8	248,9	406,8	470,6	431,8	388,5	369,6
Underground	-0,2	33,0	31,2	23,3	31,7	35,1	43,2	30,8	30,6	46,7	119,2	139,9	192,8	318,8	358,6	334,7	299,3	284,0
Surface	16,1	5,4	10,1	7,6	15,6	6,2	11,0	9,0	12,7	22,0	38,8	38,9	56,0	88,1	112,0	97,0	89,2	85,6
EBITDA	38,3	65,3	63,4	47,8	62,0	62,3	76,0	63,1	58,6	183,0	238,6	259,9	346,9	496,1	567,3	547,5	517,3	504,6
EBIT	3,1	32,6	31,4	17,6	32,2	32,3	44,2	30,9	26,3	42,1	113,7	133,8	208,9	354,1	411,0	374,0	333,7	315,3
Saldo finansowe	1,4	-2,1	-6,4	1,1	-1,2	-0,5	-1,7	-1,6	-1,5	8,5	-8,7	-5,4	-3,9	-2,6	-2,0	-0,4	2,4	5,0
Wynik netto	6,4	27,5	22,3	17,7	26,2	25,6	34,3	23,6	19,9	51,2	93,7	103,4	165,4	284,1	330,7	302,0	271,7	258,9
Marża EBITDA	20,6%	30,6%	22,2%	21,2%	20,4%	24,7%	23,6%	24,6%	21,2%	22,9%	23,2%	23,5%	26,6%	28,8%	29,2%	29,1%	28,9%	28,5%
Przychody struktura %	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17	3Q'17	4Q'17	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Underground	59%	85%	66%	67%	72%	80%	72%	71%	67%	80%	72%	72%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Surface	41%	15%	34%	33%	28%	20%	28%	29%	33%	20%	28%	28%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przyjęta w modelu ścieżka budowy EBITDA [mln PLN]



Wzrost wyników w najbliższych latach powinien być efektem odbudowy inwestycji przez krajowe kopalnie węgla kamiennego (po kilku latach oszczędności) oraz zwiększenia udziału eksportu w przychodach.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

RZIS [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Przychody	1 472	1 176	709	801	1 030	1 108	1 305	1 721	1 943	1 883	1 788	1 770	1 767	1 764	1 762
Wynik brutto na sprzedaży	506	329	261	199	243	285	375	575	661	616	564	543	537	532	528
EBITDA	479	385	276	183	239	260	347	496	567	547	517	505	503	502	500
EBIT	351	225	122	42	114	134	209	354	411	374	334	315	310	305	301
Saldo finansowe	-14	16	-9	9	-9	-5	-4	-3	-2	0	2	5	7	9	10
Wynik brutto	337	241	113	51	105	128	205	351	409	374	336	320	316	314	312
Podatek	49	28	13	0	11	24	39	67	78	71	64	61	60	60	59
Wynik netto	288	213	100	51	94	104	166	285	331	303	272	259	256	254	252
dominującej	288	208	100	51	94	103	165	284	331	302	272	259	256	254	252

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aktywa trwałe	766	745	781	701	670	733	752	808	875	909	922	927	928	925	920
RZAT + WNIP	674	660	687	619	581	645	663	719	786	820	833	838	839	837	832
Inne aktywa dł term.	92	85	94	82	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89
Aktywa obrotowe	798	805	557	558	1 105	1 179	1 314	1 539	1 694	1 756	1 789	1 837	1 898	1 962	2 029
Zapasy	176	145	160	167	138	188	222	292	330	320	304	301	300	300	299
Należności handlowe	360	388	281	337	497	516	572	707	772	748	710	703	704	706	707
Pozostałe aktywa obrotowe	78	68	50	34	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Środki pieniężne	184	204	66	19	434	439	483	503	556	651	739	797	856	920	986
Aktywa do sprzedaży	0	0	0	0	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Aktywa razem	1 564	1 549	1 338	1 259	1 775	1 913	2 065	2 347	2 569	2 664	2 711	2 764	2 826	2 888	2 949
Kapitał własny	930	1 143	840	890	993	1 097	1 232	1 451	1 640	1 744	1 805	1 861	1 923	1 985	2 047
Zobowiązania i rezerwy	634	407	498	369	782	816	833	896	929	920	906	903	903	902	902
Zobowiązania %	176	75	84	92	302	342	342	342	342	342	342	342	342	342	342
Zobowiązania handlowe	139	86	169	97	185	179	197	259	293	284	269	267	266	266	265
Inne zob. i rezerwy	319	245	245	180	294	294	294	294	294	294	294	294	294	294	294
Pasywa razem	1 564	1 549	1 338	1 259	1 775	1 913	2 065	2 347	2 569	2 664	2 711	2 764	2 826	2 888	2 949

CF [mln PLN]	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
CF operacyjny	413	277	397	115	315	155	232	283	419	501	496	456	448	450	450
CF inwestycyjny	-194	-138	-98	-160	-85	-150	-157	-198	-223	-207	-197	-195	-194	-194	-194
CF finansowy	-74	-119	-437	-2	185	0	-31	-66	-142	-198	-211	-204	-194	-192	-190
CF netto	145	20	-138	-47	415	5	45	19	53	95	88	58	60	64	66
Środki pieniężne sop	38	184	204	66	19	434	439	483	503	556	651	739	797	856	920
Środki pieniężne eop	184	204	66	19	434	439	483	503	556	651	739	797	856	920	986

Wskaźniki rynkowe	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Cena	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Liczba akcji	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5	481,5
Mkt Cap [mln PLN]	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9	2 527,9
EV [mln PLN]	2 520,0	2 399,8	2 546,0	2 601,4	2 396,0	2 431,3	2 386,8	2 367,5	2 314,1	2 219,0	2 131,4	2 073,5	2 013,7	1 950,1	1 884,2
Dług netto	-7,8	-128,1	18,1	73,5	-131,8	-96,6	-141,1	-160,4	-213,8	-308,8	-396,4	-454,4	-514,2	-577,8	-643,7
Dług %	175,7	75,5	83,9	92,2	302,3	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3	342,3
Środki pieniężne	183,5	203,6	65,7	18,7	434,1	438,8	483,4	502,6	556,1	651,1	738,7	796,6	856,5	920,1	986,0
P/E	8,8x	12,2x	25,2x	49,4x	27,0x	24,5x	15,3x	8,9x	7,6x	8,4x	9,3x	9,8x	9,9x	10,0x	10,0x
EV/EBITDA	5,3x	6,2x	9,2x	14,2x	10,0x	9,4x	6,9x	4,8x	4,1x	4,1x	4,1x	4,1x	4,0x	3,9x	3,8x
EV/EBIT	7,2x	10,7x	20,9x	61,8x	21,1x	18,2x	11,4x	6,7x	5,6x	5,9x	6,4x	6,6x	6,5x	6,4x	6,3x
EV/Przychody	1,7x	2,0x	3,6x	3,2x	2,3x	2,2x	1,8x	1,4x	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x
P/BV	2,7x	2,2x	3,0x	2,8x	2,5x	2,3x	2,1x	1,7x	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x
DPS [PLN/akcję]	0,00	0,00	0,84	0,00	0,00	0,00	0,06	0,14	0,30	0,41	0,44	0,42	0,40	0,40	0,40
Rentowność DPS	0,0%	0,0%	16,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	2,6%	5,6%	7,9%	8,4%	8,1%	7,7%	7,6%	7,5%
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	404,5	0,0	0,0	0,0	31,0	66,2	142,1	198,4	211,4	203,8	194,2	191,8	190,3
Poziom wypłaty dywidendy (jako ZN -1)	0%	0%	195%	0%	0%	0%	30%	40%	50%	60%	70%	75%	75%	75%	75%

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Należy mieć na uwadze, że nasze założenia mogą być obarczone błędem szacunku efektu wzmocnienia pozycji po wygaśnięciu rywalizacji z Kopexem. Czekamy na komunikat o finalnej integracji i odpowiedź na pytanie co zostanie skonsolidowane oraz jaka będzie cena przejęcia tych aktywów (w modelu DCF nie uwzględniamy inwestycji na odkupienie aktywów z Kopexu).
- Wartość rynkowa spółki mocno wzrosła w ostatnich kwartałach. Zatem należy mieć na uwadze dokonaną już skalę ruchu.
- Należy mieć na uwadze, że spółka jest bardzo wrażliwa na cykle inwestycyjne w obszarze wydobywania. Zatem akceptowalne mnożniki rynkowe w poszczególnych fazach cyklu powinny być różne. W naszej analizie zakładamy, że Famur znajduje się na ścieżce budowy wyników, która potrwa przez kolejne 3 lata.
- Cały czas dominujące znaczenie dla wyników Famuru ma rynek krajowy. Obecny proces sanacyjny PGG (plus połączenie z KHW) pozwala z umiarkowanym optymizmem patrzeć na kondycję płynnościową śląskich zakładów. Ewentualne przyszłe zawirowania na krajowym rynku wydobywania węgla będą w istotny sposób wpływały na wyniki spółki.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
strategia, banki/finanse, media/rozrywka, stal/węgiel

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora Wydziału
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel

Marek Jurzec
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-435
e-mail: jurzec@bdm.pl
IT

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
akumuluj	5,80	akumuluj	5,00	03.03.2017	14:07 CEST	5,25	59 481
akumuluj	5,00	Trzymaj	3,30	31.10.2012		4,60	43 318
trzymaj	3,30	Trzymaj	2,64	23.04.2012		3,55	39 573
trzymaj	2,64	-	-	06.12.2011		2,74	39 391

* autorem raportów analitycznych na temat Famuru w okresie 06.12.2011-31.10.2012 był Krzysztof Zarychta, od 27.02.2017 r. autorem raportów jest Maciek Bobrowski

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'17

Kupuj	6	46%
Akumuluj	6	46%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	1	8%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
 Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
 Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukcować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.03.2017 roku (14:07 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 08.03.2017 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendację okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 03.03.2017 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM nie otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.