

# Famur

## Dynamiczny wzrost poprzez akwizycje

Dotychczasowa strategia rozwoju Grupy Famur okazała się bardzo efektywna. Przeprowadzone akwizycje w branży produkcji maszyn dla górnictwa przyniosły spółce wzmocnienie pozycji rynkowej oraz kilkukrotny wzrost sprzedaży przy utrzymaniu wysokiego poziomu rentowności. Jednym z celów emisji są kolejne akwizycje. Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia spółki w realizacji tego typu projektów oraz szybkość i skalę osiąganymi korzyści, kontynuacja tej strategii może przyczynić się do dalszego znacznego wzrostu jej wartości. Ze względu jednak na brak na obecnym etapie możliwości skwantyfikowania podstawowych założeń tych projektów, nie uwzględniliśmy ich w naszych prognozach i wycenie.

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E	P/BV	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2004	130.9	32.5	37.1	46.7	40.4	10.0	11.1	38.8	30.0	7.73	37.9	33.2	-
2005	321.1	67.9	75.2	80.5	68.1	16.8	18.6	55.8	17.8	5.38	19.1	17.2	35.6%
2005*	649.4	110.5	124.2	115.5	94.0	23.3	26.6	62.2	12.9	4.82	11.7	10.4	46.1%
2006P	701.3	131.8	150.0	140.9	114.1	25.4	29.4	104.8	11.8	2.86	9.6	8.5	31.6%
2007P	752.5	143.4	164.7	157.5	127.5	28.3	33.1	115.4	10.6	2.60	8.6	7.5	25.7%

prognozy wyników Millennium DM, mln PLN, wskaźniki przy cenie akcji 300 PLN, \* dane pro forma

## Oferta publiczna

Wycena DCF	310
Wycena porównawcza	347

### Wiodąca pozycja rynkowa w branży maszyn górniczych w Polsce

Grupa Famur jest największym w Polsce producentem maszyn i urządzeń górniczych. Grupa jako jedyna w Polsce posiada możliwości konstrukcyjne i produkcyjne w zakresie wytwarzania maszyn tworzących zintegrowany kompleks ścianowy (kombajnów ścianowych, obudów zmechanizowanych oraz przenośników). Podstawowe spółki tworzące Grupę Kapitałową (Famur, Pioma, Fazos i Nowomag) są liderami rynkowymi w ramach swojej specjalizacji technologicznej.

### Komplementarność produktowa

Dotychczasowa koncepcja rozwoju Grupy Famur doprowadziła do skonsolidowania grupy podmiotów o komplementarnym w stosunku do siebie profilu produkcyjnym, z których każdy specjalizuje się w określonym profilu maszyn i urządzeń dla górnictwa. Realizacja powyższej strategii umożliwiła wykorzystanie wielu efektów synergii i przyczyniła się do dalszego umocnienia pozycji rynkowej Grupy Famur oraz osiągnięcia wysokiej rentowności działania.

### Rosnąca dywersyfikacja źródeł przychodów

Struktura sprzedaży Grupy Famur staje się coraz bardziej zdywersyfikowana. Kolejne akwizycje pozwoliły zwiększyć zakres źródeł przychodów, zarówno o nowe rodzaje maszyn górniczych, jak też o produkty kierowane do innych niż górnictwo węgla kamiennego branż. Istotnym elementem dywersyfikacji źródeł przychodów jest wzrost sprzedaży eksportowej, której udział w przychodach w 2005 roku przekroczył 36%. Grupa jest liderem na rynku czeskim w segmencie kombajnów ścianowych oraz obudów zmechanizowanych i posiada silną pozycję na rynku rosyjskim.

### Dalszy wzrost

Osiągnięta skala działania oraz silna pozycja rynkowa w głównych segmentach maszyn górniczych pozwalają Grupie kontynuować rozwój w sposób organiczny. Zamiarem spółki jest jednak osiągnięcie pozycji niekwestionowanego lidera na rynku krajowym oraz mocniejsze wejście na rynki zagraniczne. Dlatego w planach jej rozwoju podstawowym elementem są dalsze inwestycje kapitałowe.

### Kalendarium publicznej oferty akcji

do 17 lipca	Widelki cenowe
20-21 lipca	Book building
do 21 lipca	Publikacja ceny emisyjnej
<b>18-21 lipca</b>	<b>Zapisy na akcje w transzy indywidualnej</b>
<b>24-26 lipca</b>	<b>Zapisy na akcje w transzy instytucjonalnej</b>
I poł. sierpnia	Debiut akcji spółki

Liczba akcji (mln)	4.5
Kapitalizacja (mln PLN)	1 350.0
EV (mln PLN)	1 433.0
Free float (mln PLN)	311.0

Główny akcjonariusz	Tomasz Domogała
% akcji, % głosów	76.97/76.97

po emisji, dla ceny akcji 300 PLN, przy założeniu emisji 458 310 szt. akcji serii B po cenie 300 PLN oraz zbycia wszystkich akcji w ramach Oferty Sprzedaży

**Michał Buczyński**

(022) 598 26 58

michal.buczynski@millenniumdm.pl

## **SPIS TREŚCI**

<b>Podsumowanie inwestycyjne.....</b>	<b>3</b>
<b>Wycena spółki.....</b>	<b>6</b>
<i>Wycena metodą DCF .....</i>	<i>6</i>
<i>Wycena metodą porównawczą .....</i>	<i>8</i>
<b>Cele emisji i akcjonariat.....</b>	<b>10</b>
<b>Charakterystyka branży.....</b>	<b>12</b>
<i>Światowa koniunktura gospodarcza.....</i>	<i>12</i>
<i>Koniunktura na rynkach surowców energetycznych .....</i>	<i>14</i>
<i>Rynek maszyn i urządzeń górniczych w Polsce.....</i>	<i>20</i>
<i>Eksportowe rynki maszyn i urządzeń górniczych.....</i>	<i>26</i>
<i>Proces konsolidacji w branży producentów maszyn górniczych.....</i>	<i>28</i>
<b>Charakterystyka spółki.....</b>	<b>29</b>
<i>Historia spółki.....</i>	<i>29</i>
<i>Struktura Grupy Famur.....</i>	<i>31</i>
<i>Produkty.....</i>	<i>34</i>
<i>Sprzedaż.....</i>	<i>41</i>
<i>Koszty.....</i>	<i>46</i>
<i>Nakłady inwestycyjne.....</i>	<i>47</i>
<i>Sytuacja finansowa i prognozy.....</i>	<i>51</i>
<b>Analiza SWOT.....</b>	<b>55</b>
<b>Sprawozdania finansowe.....</b>	<b>56</b>

# Famur

## Największy producent maszyn i urządzeń dla górnictwa w Polsce

Famur S.A. jest podmiotem dominującym Grupy Kapitałowej, będącej największym w Polsce producentem maszyn i urządzeń dla sektora górnictwa. Profil działalności operacyjnej Grupy obejmuje produkcję sprzętu i maszyn dla głębinowego górnictwa węgla kamiennego, w tym przede wszystkim kompletnych zmechanizowanych kompleksów ścianowych oraz poszczególnych typów maszyn wchodzących w skład kompleksów ścianowych, umożliwiających eksploatację złóż węgla kamiennego w technologii ścianowej. Sprzedaż spółki uzupełniają maszyny i urządzenia stosowane m. in. w systemach przeladunkowych, kolejnictwie oraz kopalniach odkrywkowych, elementy konstrukcji do platform wiertniczych oraz odlewy stalowe i żeliwne.

## Wzrost wydobycia węgla kamiennego na świecie w długim terminie

Na długookresowe perspektywy rozwoju działalności spółki oddziałuje koniunktura na światowym rynku węgla kamiennego, która wpływając na wyniki podmiotów górniczych kształtuje popyt na maszyny i urządzenia dla górnictwa, które dominują w sprzedaży spółki. Oddziaływanie cyklu koniunkturalnego na wyniki spółki zmniejsza istotny udział przychodów ze sprzedaży części zamiennych, usług remontowych oraz rosnąca dywersyfikacja struktury przychodów. Choć długoterminowe prognozy (do roku 2030) światowego popytu na węgiel są optymistyczne - zakładają wzrost o 60%, to w okresach kilkuletnich nieuniknione będą okresy dekonunktury wynikające głównie z wahań koniunktury w gospodarce światowej. W tym momencie warto zaznaczyć, że obecnie gospodarka światowa, ceny i popyt na surowce energetyczne znajdują się w okresie trwającej od kilku lat bardzo dobrej koniunktury, nienotowanej od kilkudziesięciu lat. Stwarza to ryzyko jej osłabienia zwłaszcza, że na głównych obszarach gospodarczych świata (USA, UE, Japonia itp.) prowadzony jest obecnie proces zaostrzania polityki pieniężnej w celu przeciwdziałania powstającej presji inflacyjnej.

## Program restrukturyzacji kopalń węgla kamiennego w Polsce

W polskiej branży górnictwa węgla kamiennego realizowany jest stopniowy proces restrukturyzacji mający na celu poprawę ekonomicznej opłacalności wydobycia węgla kamiennego. W okresie ostatnich kilkunastu lat nastąpiło znaczne obniżenie wielkości wydobycia (w 2003 roku o blisko połowę w stosunku do roku 1989), któremu towarzyszył spadek zatrudnienia. Spadek wydobycia został wymuszony spadającym popytem na węgiel zwłaszcza ze strony odbiorców indywidualnych, preferujących bardziej wygodne choć droższe źródła energii (gaz, olej, energia elektryczna). W wyniku spadku krajowego wydobycia podaż węgla znacznie zbliżyła się do prognozowanego, realnego zapotrzebowania rynku polskiego na węgiel kamienny powiększonego o popyt na polski węgiel ze strony państw sąsiednich. Dlatego uważamy, że dalszy spadek wydobycia będzie już umiarkowany (około 10% w perspektywie 10 lat). Taki scenariusz wspierają obecne bardzo wysokie ceny surowców alternatywnych (ropa naftowa i gaz) oraz konieczność zmniejszenia uzależnienia od importu ropy i gazu z jednego kierunku. Pomimo spadku wydobycia węgla, ze względu na postępującą mechanizację procesów wydobywczych oraz konieczność odnowienia maszyn górniczych, popyt na maszyny górnicze powinien być jednak za 10 lat na poziomie zbliżonym do obecnego.

## Silna pozycja konkurencyjna podstawowych spółek Grupy Kapitałowej

Dzięki akwizycjom w ostatnich latach kilku liczących się polskich producentów maszyn i urządzeń górniczych, Grupa Famur przekształciła się z producenta kombajnów ścianowych w dostawcę kompletnych tzw. kompleksów ścianowych, na które składają się: maszyna urabiająca (kombajn), przenośniki zgrzeblowe służące do odstawy węgla ze ściany oraz zmechanizowana obudowa ścianowa, chroniąca pracowników obsługujących kombajn oraz zabezpieczająca pozostałe maszyny i urządzenia kompleksu ścianowego. Posiadanie kompleksowej oferty znacznie zwiększa konkurencyjność spółki. Grupa Famur jest jedynym w

Polsce i jednym z nielicznych w świecie producentów posiadających możliwości wytwarzania kompletnych kompleksów ścianowych.

Grupa Famur jest także jednym z liderów krajowego rynku posiadając 37.2% w rynku kombajnów ścianowych, 34% rynku obudów zmechanizowanych, 12% rynku przenośników zgrzeblowych oraz 75% rynku przenośników taśmowych. Udział spółki w głównym rynku eksportowym - rynku czeskim - także jest znaczący.

### **Wysokie bariery wejścia na rynek**

Ze względu na ekstremalne warunki pracy maszyn górniczych, na rynkach światowych uznawani są wyłącznie producenci posiadający powszechnie znaną markę, wieloletnie doświadczenie i możliwość dopasowania swojego produktu do posiadanych przez nabywcę urządzeń, spełniający wszystkie kryteria i przepisy prawa górniczego danego kraju oraz szybki, doskonale przeszkolony serwis zapewniający sprawne dostarczenie niezbędnych części zamiennych (specyficznych dla maszyn górniczych i nie będących w powszechnym obrocie) oraz świadczenie usług remontowych.

Specyfika działalności w obszarze produkcji maszyn górniczych powoduje, że na świecie funkcjonuje obecnie zaledwie kilka podmiotów będących producentami wszystkich najważniejszych typów maszyn górniczych wykorzystywanych w górnictwie głębinowym węgla, którzy dysponują wieloletnią tradycją i ogromnymi doświadczeniami w zakresie konstrukcji urządzeń i technologii produkcji.

Z powyższych względów ryzyko pojawienia się nowych producentów maszyn górniczych jest bardzo małe. Należy liczyć się raczej z tendencją do wypierania z rynku mniejszych producentów, oferujących najczęściej jeden typ urządzeń oraz dysponujących ograniczonymi możliwościami technicznymi i finansowymi.

### **Rosnące znaczenie sprzedaży eksportowej**

Wszystkie wchodzące w skład Grupy Famur spółki produkcyjne są eksporterami znaczącej części produkowanych maszyn. Na poziomie przychodów ze sprzedaży ogółem (pro forma), Grupa ułokowała 36.5% sprzedaży (wraz ze sprzedażą zrealizowaną za pomocą krajowych pośredników) na rynkach zagranicznych. Największy poziom eksportu realizowany jest w segmentach kombajnów ścianowych oraz obudów zmechanizowanych. Najważniejszymi rynkami eksportowymi są Czechy i Rosja.

Naszym zdaniem w najbliższych latach znaczenie eksportu dla spółki będzie rostało. Przy prognozowanej stabilizacji popytu na rynku krajowym, dzięki ekspansji na rynki zagraniczne Famur będzie w stanie kontynuować rozwój i zmniejszyć uzależnienie od relatywnie mniej perspektywicznego rynku krajowego.

### **Błyskawiczny rozwój dzięki przejęciom**

Po zakupie w 2002 roku przez obecnych akcjonariuszy spółki Famur S.A. i jej restrukturyzacji rozpoczął się proces budowy Grupy Kapitałowej. W 2003 roku przejęty został Nowomag, zaś w 2005 roku Fazos i Pioma. Famur przejmując kolejne podmioty, uzyskiwał zarówno efekty synergii wynikające ze zwiększania skali prowadzonej działalności, jak również rozszerzania profilu produkowanych maszyn, urządzeń i konstrukcji, który począwszy od 2005 roku obejmuje wszystkie kluczowe maszyny górnicze wykorzystywane w głębinowej technologii wydobywania węgla kamiennego. Na uwagę zasługuje także bardzo wysoka efektywność procesu akwizycyjnego z punktu widzenia generowania dodatkowej wartości dla akcjonariuszy. Dzięki wynegocjowaniu korzystnych cen za podmioty nie zrestrukturyzowane, a następnie sprawnej ich naprawie, Famur bez sięgania po dodatkowe fundusze swoich akcjonariuszy w latach 2003-2005 (na bazie wyników pro forma), zwiększył przychody ośmiokrotnie, a zysk netto pięciokrotnie.

## **Dynamiczny rozwój połączony z wysokim poziomem marż**

Poziom wskaźników rentowności operacyjnej oraz rentowności netto spółki należą do najwyższych w branży produkcji maszyn i urządzeń górniczych. W 2005 roku rentowność operacyjna oraz rentowność netto wyniosła dla Grupy Kapitałowej odpowiednio 21.15% i 21.19%. Charakterystyczną cechą kształtowania się wskaźników rentowności sprzedaży w latach 2003 - 2005 oraz w I kwartale 2006 roku był tylko nieznacznie niższy poziom rentowności netto w stosunku do rentowności operacyjnej. Wynika to przede wszystkim z faktu zaliczania części przychodów związanych z podstawową działalnością operacyjną (część opłat z tytułu dzierżawy kombajnów) do przychodów finansowych, ze względu na klasyfikowanie ich jako przychodów z tytułu leasingu. W miarę powiększania się grupy kapitałowej wpływ tego sposobu księgowania części przychodów na wyniki grupy jest coraz mniejszy. Wysoka rentowność sprzedaży na każdym poziomie działalności przekłada się na bardzo wysokie wskaźniki rentowności aktywów i kapitału własnego, które w roku 2005 wyniosły na poziomie skonsolidowanym 15% i 36%.

## **Dalsze akwizycje podstawowym celem emisji**

Jednym z celów emisji akcji serii B, poza spłatą części dotychczasowych zobowiązań inwestycyjnych, jest dalsza konsolidacja podmiotów działających na rynku maszyn dla górnictwa. Docelowo, Grupa Famur dąży do umocnienia pozycji największego w Polsce oraz czołowego na świecie producenta jednostkowych, zaawansowanych technologicznie maszyn i urządzeń - przeznaczonych dla przemysłu wydobywczego oraz dla sektora maszynowego. Pomimo, że proces konsolidacji krajowego rynku trwa już kilka lat, wciąż pozostały podmioty będące potencjalnymi celami przejęcia (Glinik, Ryfama, Remag itp.). Pomimo, że ze względu na brak danych na temat konkretnych transakcji, w naszych prognozach zakładamy scenariusz rozwoju organicznego, uważamy, że istnieją duże szanse realizacji dalszych akwizycji, zwiększających w przyszłości wartość spółki dla akcjonariuszy. Uważamy, że spółka Famur, jak rzadko która inna pokazała swoje możliwości zwiększania wartości poprzez przejęcia. Pozostając przy scenariuszu rozwoju organicznego, prawdopodobny wzrost wartości z tytułu przyszłych przejęć traktujemy jako dodatkową istotną premię dla akcjonariuszy.

## **Wycena**

Do wyceny akcji spółki zastosowaliśmy dwie metody: dochodową i porównawczą. Na podstawie metody dochodowej jedną akcję spółki wyceniamy na 310 PLN. Metoda ta w większym stopniu niż porównawcza uwzględnia długookresowe perspektywy i ryzyka towarzyszące działalności spółki. Wadą tej metody jest duża liczba założeń przyjętych przy konstruowaniu modelu wyceny. Wycenę porównawczą przeprowadziliśmy zarówno w oparciu o spółki polskie (wycena 367 PLN na akcję), jak i w oparciu o spółki zagraniczne (wycena 327 PLN na akcję). Metoda ta daje bardziej miarodajną wycenę w krótkim okresie i w dużym stopniu jest odbiciem sentymentu panującego obecnie na rynku.

W żadnej z zastosowanych metod wyceny nie uwzględniliśmy wpływu na przyszłe wyniki planowanych przejęć.

# **Czynniki ryzyka**

## **Ryzyko okresowych wahań koniunktury na rynku węgla kamiennego**

Największym zagrożeniem dla spółki są naszym zdaniem okresowe zmiany koniunktury na rynku surowców energetycznych, a zwłaszcza na rynku węgla kamiennego. Obecna hossa surowcowa, w skali nie obserwowanej od wielu dziesięcioleci, znacznie zwiększyła popyt na maszyny górnicze. Osłabienie

koniunktury gospodarczej wywołane np. przeprowadzanym obecnie procesem zaostrzenia polityki monetarnej na głównych obszarach gospodarczych świata, może wywołać spadek cen surowców i pogorszenie koniunktury w branży producentów maszyn górniczych.

### **Szybszy od zakładanego spadek wydobycia węgla w Polsce**

Nie można wykluczyć, że w wyniku ponownego pogorszenia się opłacalności wydobycia węgla kamiennego w Polsce (znaczny spadek światowych cen węgla, szybki wzrost kosztów płac bądź szybkie umacnianie się złotego), spadek wydobycia w Polsce będzie szybszy od naszych założeń. W takim przypadku, gdyby spółce nie udało się zwiększyć istotnie eksportu oznaczałoby to pogorszenie jej wyników. Z drugiej strony doświadczenia z rynku czeskiego lub rosyjskiego wskazują, że procesy prywatyzacyjne korzystnie oddziałują na efektywność sektora węglowego, co oznacza, że w przyszłości stopniowa prywatyzacja polskiego górnictwa może być czynnikiem poprawiającym sytuację finansową polskiej branży górniczej.

### **Umacnianie się złotego względem USD i EUR**

Biorąc pod uwagę znaczący udział eksportu w przychodach, przy jednoczesnym stosunkowo niewielkim udziale kosztów denominowanych w walutach obcych, ewentualne umacnianie się złotego byłoby niekorzystne dla spółki i negatywnie wpłynęłoby na jej rentowność.

## **Wycena spółki**

### **Wycena metodą DCF**

Wyceny akcji metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych dokonaliśmy na podstawie 10 letniej prognozy free cash flow. Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka posłużyliśmy się rentownościami obligacji o stałym oprocentowaniu.

Do prognoz na lata 2006-2015 wykorzystanych w modelu wyceny przyjęliśmy następujące założenia:

- ❑ działalność Grupy Famur w kształcie organizacyjnym na koniec 2005 roku - bez uwzględnienia ewentualnych dodatkowych przejęć,
- ❑ średni wzrost PKB 4.5%, średni kurs EUR = 3.9PLN,
- ❑ w roku 2006 wyższy niż w następnych latach wzrost sprzedaży i rentowności Grupy Famur jako efekt restrukturyzacji przejętych w 2005 roku spółek Fazos i Pioma oraz efektów synergii,
- ❑ utrzymanie korzystnej koniunktury na światowym rynku węgla kamiennego,
- ❑ spadek wydobycia węgla kamiennego w Polsce w okresie prognozy o 10%,
- ❑ popyt na maszyny górnicze na rynku krajowym w ostatnim roku prognozy zbliżony do popytu w pierwszym roku - w najbliższych latach oczekujemy rosnącego popytu z uwagi na przyspieszony proces wymiany zdekapitalizowanych maszyn w kopalniach, natomiast w ostatnich latach prognozy popyt będzie spadał,
- ❑ wzrost udziału w krajowym rynku maszyn i urządzeń (w segmentach wytwarzanych przez spółkę) dla kopalń o 5 pp. z szacowanego przez nas poziomu około 30% do 35% w 2015 roku,

- ekspansję na rynkach zagranicznych - wzrost sprzedaży eksportowej średnio o 6% - większe wzrosty w pierwszych latach, mniejsze w ostatnich,
- wzrost wolumenu sprzedaży krajowej poza sektor górnictwa węgla kamiennego o 4.5% rocznie,
- wzrost cen produktów spółki średnio o 1% rocznie.

### Model wyceny spółki Famur metodą DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	>2015
sprzedaż	701.3	752.5	789.2	825.0	860.0	894.0	927.0	959.0	992.8	1 028.2	
zmiana sprzedaży	8.0%	7.3%	4.9%	4.5%	4.2%	4.0%	3.7%	3.4%	3.5%	3.6%	
marża EBIT*	21.2%	21.3%	21.2%	21.4%	21.2%	21.3%	21.3%	21.3%	21.2%	21.1%	
EBIT*	148.9	160.5	167.2	176.9	182.5	190.6	197.8	203.9	210.3	216.9	
stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
amortyzacja	18.3	21.3	21.9	22.2	22.5	22.7	22.9	23.1	23.3	23.5	
inwestycje	-28.9	-27.5	-24.7	-24.8	-24.8	-24.9	-25.0	-25.0	-25.1	-25.1	
zmiana kap.obrotowego**	-68.0	-12.3	-8.8	-8.6	-8.4	-8.2	-7.9	-7.7	-7.7	-7.7	
FCF	41.9	111.5	123.8	132.1	137.0	144.0	150.2	155.6	160.9	166.3	1 827.2
zmiana FCF	-	166.2%	11.0%	6.7%	3.7%	5.1%	4.3%	3.6%	3.4%	3.4%	2.0%
dług/kapitał	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
stopa wolna od ryzyka	4.59%	5.03%	5.29%	5.50%	5.59%	5.65%	5.71%	5.74%	5.77%	5.80%	5.0%
premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
beta	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
koszt długu	4.5%	4.9%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	4.9%
koszt kapitału	11.6%	12.0%	12.3%	12.5%	12.6%	12.6%	12.7%	12.7%	12.8%	12.8%	12.0%
WACC	10.9%	11.3%	11.6%	11.8%	11.9%	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	12.1%	11.3%
PV (FCF)	37.8	90.0	89.2	84.6	78.2	73.3	68.0	62.8	57.8	53.2	584.8
wartość DFCF (mln PLN)	1 280										
(dług) gotówka netto	-83.0										
wpływy z emisji akcji serii B	132.0										
wykup udziałów mniejszości	-6.8										
wycena Famur S.A.	1 321.9										
liczba akcji (mln szt.)	4.50										
wycena na akcję XII 2005	293.7										
obecna wycena (PLN)	309.7										

\* EBIT powiększony o przychody z tytułu dzierżawy kombajnów wykazywane jako odsetki

\*\* zmiana kapitału obrot. w 2006 roku uwzględnia spłatę zobowiązań z tytułu nabycia spółek Pioma i Fazos (wykup weksli)

Źródło: Millennium DM

Pomimo, że w przyjętym przez nas scenariuszu rozwoju organicznego spółki, Famur nie wykazuje zapotrzebowania na kredyty już na koniec roku bieżącego (gotówka netto), to uważamy, że przyjęcie zerowego długu w strukturze kapitału byłoby w przypadku spółki nieuzasadnione. Sądymy, że zgodnie ze swoimi zapowiedziami spółka będzie kontynuować proces akwizycji czego wynikiem będzie ukształtowanie bardziej optymalnej struktury kapitału.

Prognozy finansowe przyjęte w modelu nie uwzględniają istotnych wahań koniunktury na rynkach surowców energetycznych, które wpływają na popyt inwestycyjny ze strony kopalń, co przekłada się na wyniki finansowe producentów maszyn górniczych. Obecna koniunktura na rynku surowców energetycznych znajduje się na nie notowanym od wielu lat bardzo wysokim poziomie. Brak uwzględnienia cykli w modelu rekompensujemy wyraźnie podwyższonym poziomem wskaźnika beta (w wysokości 1.4), który w zasadniczym stopniu uwzględnia w wycenie ryzyko pogorszenia koniunktury. Poziom przyjętej bety wyliczyliśmy jako średnią dla wskaźników międzynarodowych producentów maszyn górniczych.

Nasz model zakłada pełne powodzenie emisji akcji serii B na maksymalnym poziomie w ilości 458 310 sztuk po cenie 300 PLN za walor.

## Metoda porównawcza

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nie ma notowanych walorów będących dokładnymi odpowiednikami dla spółki Famur (spółki o podobnej wielkości produkujące maszyny i urządzenia dla branży górnictwa węgla kamiennego). Jako podstawowe kryterium przyjęliśmy produkcję maszyn i urządzeń na potrzeby inwestycyjne. Spółki spełniające powyższe kryteria identyfikujemy w dwóch sektorach: metalowym i elektromaszynowym. Odrzuciliśmy spółki, które w 2005 roku odnotowały straty lub bardzo słabe wyniki finansowe.

### Wycena porównawcza akcji Famur S.A. do polskich odpowiedników

Spółka	P/BV 2006	EV/ EBITDA 2006P	EV/ EBITDA 2007P	EV/ EBIT 2006P	EV/ EBIT 2007P	P/E 2006P	P/E 2007P
Aparator	4.1	10.5	9.5	13.3	11.9	14.7	13.0
Hydrotor	1.8	8.2	7.1	12.0	10.4	15.3	13.6
Kopex	3.0	8.7	7.7	12.2	10.8	16.8	15.2
ZEG	0.9	4.4	3.9	14.7	13.0	16.5	15.0
Zetkama	2.2	5.5	4.7	7.0	6.0	10.7	9.5
Mediana	2.2	8.2	7.1	12.2	10.8	15.3	13.6
Wagi dla wskaźników	4%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Wycena Famur (mln PLN)*	1043.3	1446.2	1398.0	1895.2	1843.7	1744.1	1740.8
Na akcję (PLN)	231.8	321.4	310.7	421.2	409.7	387.6	386.8
<b>Wycena ważona (PLN)</b>	<b>367.2</b>						

\* EBIT powiększony o przychody z tytułu dzierżawy kombajnów wykazywane jako odsetki

Źródło: prognozy Millennium DM, raporty spółek, ceny z dnia 22.06.2006

Wycenę porównawczą oparliśmy na czterech wskaźnikach rynkowych: P/BV, EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E. Wagi przyjęte dla wskaźników opartych na wynikach finansowych przyjęliśmy na zbliżonym poziomie. Waga dla P/BV jest przyjęta na najniższym poziomie ze względu na małą miarodajność tego wskaźnika. Na najniższą wycenę wskazuje wskaźnik P/BV, co wynika z wysokiej efektywności wykorzystania kapitałów własnych przez spółkę. Również na stosunkowo niskim poziomie są wyceny oparte na wskaźniku EV/EBITDA, co jest wynikiem niskiego poziomu odpisów amortyzacyjnych w spółce. Na bazie wyceny porównawczej do polskich odpowiedników otrzymaliśmy wycenę ważoną jednej akcji spółki na poziomie 367.2 PLN.

W porównaniu z większością spółek z polskiej grupy porównawczej Famur jest spółką większą pod względem przychodów i zysków, osiąga wyższe rentowności oraz jego przewidywana kapitalizacja i free float są także wyższe. Biorąc powyższe pod uwagę nie wykluczamy, że rynek wyceni spółkę z premią do naszej wyceny.



**Podstawowe dane o spółkach zagranicznych zastosowanych do wyceny**

Spółka	Ticker	Kraj	Kapitalizacja (mln EUR)	Beta
ATLAS COPCO AB-A SHS	ATCOA	Szwecja	12 448	1.3
CATERPILLAR INC	CAT	Stany Zjednoczone	35 358	1.6
DURO FELGUERA SA	MDF	Hiszpania	335	1.0
JOY GLOBAL INC	JOYG	Stany Zjednoczone	6 789	1.9
METKA SA	METTK	Grecja	307	1.0
TEREX CORP	TEX	Stany Zjednoczone	3 152	1.6
Średnia beta				1.4

Źródło: Bloomberg

W celu wyceny porównawczej na bazie spółek zagranicznych wybraliśmy spółki produkujące maszyny i urządzenia, których odbiorcami w istotnym stopniu jest branża górnicza. Akcje tych spółek dużo zyskały na wartości w ostatnich latach z uwagi na korzystną koniunkturę w branży surowcowej będącej głównym odbiorcą ich wyrobów. Wysoką wrażliwość na cykl koniunkturalny obrazuje beta dla większości z nich na poziomie znacznie przekraczającym 1. Spółki z grupy porównawczej w porównaniu ze spółką Famur mają jednak sprzedaż znacznie bardziej zdywersyfikowaną zarówno geograficznie, jak i pod względem odbiorców. Dlatego w celu otrzymania ostatecznej wyceny zdecydowaliśmy się przyjąć 10% dyskonto.

**Wycena porównawcza akcji spółki Famur S.A. do zagranicznych odpowiedników**

Spółka	P/BV 2006	EV/ EBITDA 2006P	EV/ EBITDA 2007P	EV/ EBIT 2006P	EV/ EBIT 2007P	P/E 2006P	P/E 2007P
ATLAS COPCO AB-A SHS	3.4	7.6	7.0	10.0	9.3	14.6	13.8
CATERPILLAR INC	3.7	10.9	9.5	13.6	11.8	12.2	11.0
DURO FELGUERA SA	4.6	10.1	8.2	14.6	12.2	15.6	13.9
JOY GLOBAL INC	9.0	17.8	14.3	19.7	16.4	29.4	23.7
METKA SA	2.4	4.4	3.5	4.9	3.5	7.6	6.2
TEREX CORP	2.6	6.4	4.9	7.1	5.3	11.2	8.5
Mediana	3.6	8.9	7.6	11.8	10.6	13.4	12.4
Wagi dla wskaźników	4%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Wycena Famur (mln PLN)*	1682.3	1558.3	1495.4	1832.6	1804.2	1531.4	1579.5
Na akcję (PLN)	373.8	346.3	332.3	407.2	400.9	340.3	351.0
<b>Wycena ważona (PLN)</b>	<b>363.45</b>						
<b>Dyskonto</b>	<b>10%</b>						
<b>Wycena końcowa</b>	<b>327.1</b>						

\* EBIT powiększony o przychody z tytułu dzierżawy kombajnów wykazywane jako odsetki

Źródło: Bloomberg; ceny z dnia 22.06.2006

Podobnie jak w przypadku wyceny porównawczej do polskich spółek waluacja otrzymana na bazie wskaźnika EV/EBITDA daje najniższe wskazanie, co jest skutkiem stosunkowo niskich poziomów odpisów amortyzacyjnych w Grupie Famur. Odmienne jednak niż w przypadku porównania do polskich spółek, waluacja na bazie wskaźnika P/BV daje stosunkowo wysoką wycenę co podyktowane jest faktem wysokiej efektywności wykorzystania kapitałów własnych przez spółki zagraniczne. Na bazie wyceny porównawczej otrzymaliśmy wycenę ważoną jednej akcji spółki na poziomie 327.1 PLN.

## Podsumowanie

Spośród powyżej zaprezentowanych wycen obie metody porównawcze dają wyceny wyższe niż wycena otrzymana na bazie modelu DCF. Wytłumaczeniem takich wyników jest naszym zdaniem znacznie bardziej optymistyczne od naszego postrzeganie przez rynek perspektyw rozwoju spółek produkujących maszyny i urządzenia dla górnictwa oraz nie uwzględnienie ryzyka, jakie poprzez wysoką betę zawarliśmy w modelu DCF.

Zestawienie wycen spółki Famur S.A.		
	Wycena (mln PLN)*	Wycena na akcję (PLN)*
Wycena DCF	1 394	310
Wycena porównawcza do spółek polskich	1 653	367
Wycena porównawcza do spółek zagranicznych	1 472	327
Średnia z wycen	1 506	335

\* po emisji

Źródło: Millennium DM

## Cele emisji i akcjonariat

W ramach oferty publicznej oferowanych jest:

- 458 310 akcji serii B oferowanych przez spółkę w ramach subskrypcji,
- 430 000 akcji serii A oferowanych do sprzedaży przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Akcje sprzedawane w ilości 430 000 sztuk oferuje w ramach Oferty Sprzedaży główny akcjonariusz spółki Tomasz Domogała (wraz z podmiotami zależnymi: Polaris Chłodnie Śląskie oraz Lodus).

Przydział akcji w Ofercie Otwartej będzie dokonywany w następującej kolejności:

- w pierwszej kolejności przydzielane będą akcje serii B oferowane w ramach subskrypcji,
- następnie przydzielane będą akcje serii A oferowane w ramach oferty sprzedaży.

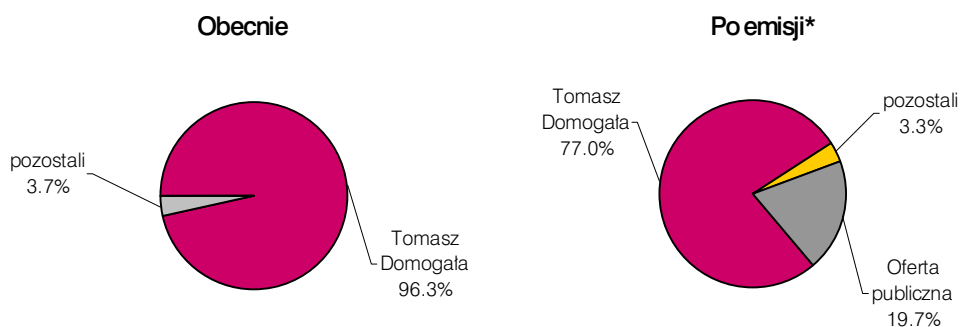
W pierwszej kolejności wpływy z emisji akcji serii B zostaną przeznaczone na spłatę zobowiązań wobec Przedsiębiorstwa Usługowego Utech z tytułu odroczonej płatności części ceny nabycia kontrolnego pakietu akcji spółki Pioma S.A. Zgodnie z zawartą z Utech w dniu 28.12.2005 roku umową nabycia 93,82% akcji Pioma S.A., cena nabycia pakietu akcji wyniosła 106.5 mln PLN, przy czym pierwsza płatność w wysokości 55 mln PLN została zapłacona w momencie zawarcia umowy. Pozostała część płatności została rozłożona w czasie i jest płatna w siedmiu ratach z których pierwsza w wysokości 3.5 mln PLN jest płatna na dzień 30.06.2006 roku, a kolejne sześć w wysokości 8 mln PLN każda jest płatne na koniec kolejnych miesięcy 2006 roku poczynając od lipca 2006 roku. Zawarta umowa przewiduje zobowiązanie spółki do jednorazowego wykupu weksli wobec Utech przed terminem płatności w przypadku rozpoczęcia notowań akcji serii B na rynku regulowanym. Z wpływów z emisji, na spłatę zobowiązań inwestycyjnych przeznaczona zostanie kwota 48 mln PLN.

W drugiej kolejności pozostałe wpływy z emisji akcji, w kwocie około 80 mln PLN (przy cenie emisyjnej 300PLN) będą wykorzystane wraz ze środkami własnymi spółki oraz zewnętrznymi, zwrotnymi źródłami finansowania na realizację kolejnych projektów akwizycji i przejęć, które będą przygotowywane i przeprowadzane zgodnie z założeniami strategii rozwojowej Famur S.A. W szczególności zamierzenia spółki przewidują inwestycje kapitałowe mające na celu zwiększenie udziału w wybranych segmentach rynku, na których działa Grupa Kapitałowa. Obecnie plany inwestycji kapitałowych znajdują się w fazie analizy i oceny wpływu tych inwestycji na przyszłą pozycję Grupy Kapitałowej na wybranych rynkach maszyn i urządzeń.

Zarząd spółki zakłada, że realizacja inwestycji kapitałowych współfinansowanych wpływami z emisji akcji serii B nastąpi w czwartym kwartale 2006 roku lub w I kwartale 2007 roku.

Spółka nie powinna mieć problemu ze sfinansowaniem inwestycji nawet znacząco przekraczających wpływy z emisji na rynku długu, na co pozwoli korzystna sytuacja finansowa spółki (wysokie wolne przepływy pieniężne oraz stosunkowo niski poziom zadłużenia).

### Struktura akcjonariatu spółki



\* przy założeniu uplasowania maksymalnej liczby oferowanych i sprzedawanych akcji  
Źródło: Famur SA, Millennium DM

W przypadku uplasowania maksymalnej liczby akcji sprzedawanych i oferowanych (akcje serii B), spółka będzie się odznaczała stosunkowo niskim free float na poziomie około 23%. Tomasz Domogała, akcjonariusz który obecnie posiada 96.3% akcji, po emisji zachowa nad nią kontrolę (77%). Zamiar zbycia części akcji spółki przez dotychczasowego akcjonariusza (poprzez podmioty zależne) wynika z chęci pozyskania środków finansowych na niezwiązane ze spółką projekty inwestycyjne oraz z dążenia do zwiększenia płynności akcji w obrocie na GPW. W wyniku podwyższenia kapitału o akcje serii B, ilość akcji w wolnym obrocie na rynku regulowanym stanowiłaby bowiem jedynie 10.2% ogólnej liczby akcji spółki.

### Akcje spółki w posiadaniu głównego akcjonariusza

Akcjonariusz	Ilość akcji obecnie	Liczba akcji oferowanych	Liczba akcji po ofercie	"Lock-up"
Tomasz Domogała	375 765	120 000	255 765	nie
Polaris Chłodnie Śląskie Sp. z o. o. (zależna od Tomasza Domogały)	1 332 882	300 000	1 032 882	tak
PHC Chemia Wrocław S.A. (zależna od Tomasza Domogały)	1 280 484	0	1 280 484	tak
Lodus Sp. z o. o. (zależna od Tomasza Domogały)	904 362	10 000	894 362	tak
Razem	3 893 493	430 000	3 463 493	-

Źródło: Famur SA, Millennium DM

W dniu 8 maja 2005 roku Pan Tomasz Domogała, Polaris Chłodnie Śląskie Sp. z o.o. i Lodus Sp. z o.o. zawarli z Millennium Dom Maklerski SA umowę, na mocy której Polaris Chłodnie Śląskie Sp. z o.o. i Lodus Sp. z o.o. zobowiązały się, że w okresie 24 miesięcy od daty pierwszego notowania akcji serii A na GPW w Warszawie nie dokonają sprzedaży żadnej z posiadanych przez siebie akcji serii A ani nie będą zawierać żadnych umów, które dotyczyłyby zbycia posiadanych akcji serii A w przyszłości. Zobowiązanie to nie dotyczy akcji sprzedawanych w ramach Oferty Sprzedaży ani sprzedaży Akcji Sprzedawanych w odpowiedzi na wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji (za wyjątkiem wezwania ogłaszanego na podstawie art. 72 Ustawy o Ofercie Publicznej).

Dodatkowo w dniu 22.06.2006 roku akcjonariusz PHC Chemia Wrocław w umowie zawartej ze spółką zobowiązał się do nie sprzedawania akcji spółki Famur przez okres 24 miesięcy od daty pierwszego notowania.

## Charakterystyka branży

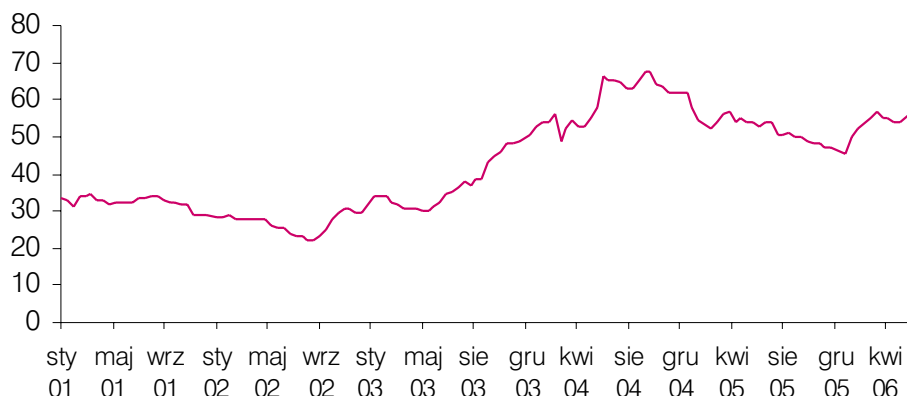
### Światowa koniunktura gospodarcza

Grupa Kapitałowa Famur prowadzi działalność podstawową w branży maszyn górniczych. Głównym rynkiem działania, obok rynku krajowego, są rynki w Czechach oraz w Rosji. Popyt na maszyny produkowane przez spółkę jest skorelowany ze światową koniunkturą na rynku surowców energetycznych, w tym przede wszystkim na rynku węgla kamiennego, co przekłada się na ceny tego surowca oraz wyniki finansowe kopalń. Koniunktura gospodarcza na poszczególnych lokalnych rynkach eksportowych ma drugorzędne znaczenie.

O ile w perspektywie długoterminowej (kilkadziesiąt lat) na rynek węgla kamiennego mają wpływ czynniki takie jak długoterminowe projekcje zapotrzebowania na energię (zwłaszcza elektryczną), relatywna dostępność poszczególnych surowców energetycznych, trendy w ekologii itp., to w krótszych okresach (kilkuletnich) ceny i popyt na węgiel kamienny w dużym stopniu zależne są od światowej koniunktury gospodarczej, która wywiera wpływ nie tylko na ceny węgla, ale także konkurencyjnych nośników energii.

Od kilku lat gospodarka światowa znajduje się w przyspieszonej fazie cyklu koniunkturalnego - tak dynamicznego i długiego cyklu wzrostu gospodarczego nie było od kilkadziesiąt lat. Dodatkowo wzrost ten jest napędzany głównie przez energochłonne gospodarki krajów rozwijających się (głównie Azji Południowo-Wschodniej z Chinami i Indiami na czele). Jeżeli weźmiemy pod uwagę także wciąż trwające konflikty na Bliskim Wschodzie oraz groźby ataków terrorystycznych to znaczny wzrost cen ropy naftowej oraz innych surowców energetycznych można uznać za uzasadniony.

Notowania węgla kamiennego (porty Morza Bałtyckiego; USD/t)



Źródło: Bloomberg, Millennium DM

Powyżej omówione czynniki wywindowały ceny surowców energetycznych (zwłaszcza ropy naftowej i gazu ziemnego) do rekordowych poziomów. Jednak dla światowej koniunktury gospodarczej od pewnego czasu pojawiają się zagrożenia. Na pierwszym miejscu należy wymienić trwający od kilku kwartałów proces podnoszenia stóp procentowych na terenach głównych światowych obszarów gospodarczych (USA, Europa Zachodnia i sygnalizowana możliwość pierwszych od lat podwyżek stóp w Japonii). Niebezpieczeństwem dla światowej koniunktury napędzanej głównie przez szybki wzrost krajów Azji Południowo Wschodniej (Chiny i Indie) jest także sama w sobie nie notowana od wielu dziesięcioleci zwyżka cen surowców (metali i surowców energetycznych), która z opóźnieniem wpływa na wzrost inflacji i może spowolnić wzrost światowej gospodarki. Trzecim czynnikiem, który może wywrzeć negatywny wpływ na koniunkturę w skali światowej w najbliższych latach jest zbliżająca się, naszym zdaniem, do końca dynamiczna zwyżka cen nieruchomości mieszkaniowych, przyczyniająca się w wydatny sposób do szybszego wzrostu gospodarczego, jednak stanowiąca także poważne zagrożenie dla tego wzrostu w przypadku zatrzymania lub co gorsza odwrócenia kierunku ruchu cen na rynku mieszkaniowym.

W okresie ostatnich dwóch lat złoty uległ znacznemu umocnieniu w stosunku do EUR i naszym zdaniem pomimo krótkoterminowych zawirowań związanych z polityką i przepływami kapitału spekulacyjnego (czego obecnie jesteśmy świadkami), w długim okresie pozostanie mocny. Przemawia za tym spodziewany napływ funduszy pomocowych z UE, inwestycji i korzystne rezultaty handlu zagranicznego. Umocnienie złotego może spowolnić nieznacznie dynamikę produkcji przemysłowej w Polsce, co przełoży się na nieznacznie wolniejszy wzrost PKB. Może on jednak zostać zrekomensowany rosnącym popytem wewnętrznym (zarówno konsumpcyjnym, jak i inwestycyjnym). Umacniający się złoty w długim okresie nie jest korzystny dla spółki. Famur już obecnie istotną część przychodów generuje na rynkach zagranicznych i będzie zwiększał ich udział w długim okresie. Dominujący udział kosztów denominowanych w walucie krajowej sprawia, że umacniający się złoty będzie wywierał negatywną presję na marże spółki w długim okresie.

## Koniunktura na rynku węgla kamiennego na świecie i w Polsce

Pomimo zmian w strukturze zużycia energii pierwotnej na świecie, pozycja węgla jest nadal bardzo istotna, a w przypadku niektórych krajów, węgiel jest wciąż podstawowym źródłem energii pierwotnej. W skali globalnej, węgiel (kamienny oraz brunatny) wykorzystywany jest do wytworzenia 23.3% (2000 rok) całej energii pierwotnej i jest po ropie naftowej drugim, głównym źródłem energii na świecie. Dostępne obecnie prognozy wskazują na stabilizację udziału węgla w strukturze zużycia energii pierwotnej do roku 2030 na podobnym do obecnego poziomie.

### Prognoza światowego zapotrzebowania energii i jego struktura w latach 2000-2030

	Produkcja energii pierwotnej (M toe)		zmiana	Struktura	
	2000	2030		2000	2030
ropa naftowa	3 604	5 769	60%	36%	35%
węgiel	2 355	3 606	53%	23%	22%
gaz ziemny	2 085	4 203	102%	21%	26%
energia jądrowa	674	703	4%	7%	4%
energia wodna	228	366	61%	2%	2%
źródła odnawialne	1 143	1 655	45%	11%	10%
razem świat	10 089	16 302	62%	100%	100%

Źródło: Energetyka, wrzesień 2004 (World Energy Outlook 2002)

Większą część wydobywanego na świecie węgla (ponad 80%) stanowi węgiel kamienny, który posiada również lepsze w stosunku do węgla brunatnego właściwości energetyczne. Obecna produkcja węgla kamiennego na świecie wynosi około 4 mld ton rocznie, z czego węgiel będący przedmiotem obrotu międzynarodowego stanowi 17% wydobycia ogólnego (około 664 mln ton). Reszta konsumowana jest w krajach wydobycia. Dotyczy to zwłaszcza trzech największych producentów węgla: Chin, USA i Indii. Poza tymi krajami, znaczącymi producentami, z poziomem wydobycia powyżej 100 mln ton węgla rocznie są: Australia, RPA, Rosja oraz Indonezja. W ostatnich latach w sektorze węgla kamiennego nastąpiły silne przeobrażenia, związane głównie z procesem konsolidacji firm. Obecnie najbardziej liczącymi się na świecie są cztery międzynarodowe koncerny: BHP Billiton Ltd z siedzibą w Melbourne, Rio Tinto Ltd z siedzibą w Londynie/Melbourne, Xstrata Plc z siedzibą w Londynie/Zurich oraz Anglo Coal z siedzibą w Brisbane. Firmy te są głównymi producentami węgla w Australii, RPA i Kolumbii skąd pochodzi największy import do Europy.

### Produkcja węgla kamiennego na świecie w latach 2001-2003

Kraj	2001	2002	2003
Chiny	960.5	1 045.0	1 350.0
USA	927.9	920.2	895.5
Indie	320.3	335.4	340.0
Australia	256.0	263.1	259.8
RPA	223.0	218.8	238.1
Rosja	168.0	155.0	175.0
Polska	103.9	103.7	102.5
Indonezja	95.0	107.0	113.0
Ukraina	83.0	59.4	60.4
UE, w tym:	79.4	73.5	70.8
Niemcy	30.7	29.2	28.8
W. Brytania	32.5	29.5	28.2
Hiszpania	14.2	13.3	12.7
Francja	2.0	1.5	1.1
Kazachstan	75.0	72.0	72.0
Pozostałe	211.0	202.3	205.9
Razem	3 503.0	3 555.4	3 883.0

Źródło: Biuletyn Górniczy Nr 11-12, 2004 (Verein Deutscher Kohlenimporteure, 2004)

Światowa koniunktura na węgiel kamienny jest ściśle związana z tempem wzrostu produktu światowego brutto (PŚB). W szczególności, światowy popyt na dwa podstawowe rodzaje węgla kamiennego: węgiel energetyczny oraz węgiel koksowy determinowany jest w dużej mierze przez zapotrzebowanie na energię elektryczną oraz produkcję stali i surówki. Zapotrzebowanie na węgiel zgłaszane przez sektor energetyczny związane jest zarówno z tempem wzrostu PŚB, wzrostem ludności na świecie, jak również rosnącym poziomem wskaźnika elektrochłonności, będącego rezultatem szerokiego i szybkiego rozwoju różnych zastosowań energii elektrycznej w gospodarce. W ostatnich dwóch latach na skutek przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, szczególnie w krajach rozwijających się, nastąpił dodatkowy znaczny wzrost popytu na surowce energetyczne, w tym również na węgiel kamienny. W efekcie mieliśmy do czynienia z jednej strony ze wzrostem cen węgla energetycznego oraz węgla koksowego, z drugiej zaś strony, ze wzrostem produkcji węgla w skali globalnej.

Stabilne, długookresowe prognozy popytu na węgiel kamienny, które zostały wzmocnione wzrostem cen ropy naftowej i w ślad za tym wzrostem cen węgla kamiennego na rynkach światowych są czynnikiem, który spowodował zapoczątkowaną w 2004 roku tendencję do zwiększania wydobycia węgla we wszystkich krajach będących znaczącymi producentami i eksporterami węgla kamiennego. W konsekwencji przekłada się to na przewidywany w okresie najbliższych lat wzrost inwestycji w przemyśle węglowym, których celem będzie:

- zwiększenie wydobycia przez większość producentów,
- wzrost mechanizacji procesu wydobywczego, realizowany w celu obniżki kosztów produkcji,
- zwiększenie wydajności uzyskiwanej w eksploatacji złóż.

Przewidywany wzrost inwestycji w przemyśle wydobywczym dotyczy przede wszystkim takich krajów jak: Chiny, Indie, Indonezja, Rosja, Ukraina, Wietnam, Kolumbia, Australia, Republika Południowej Afryki. Poza wzrostem inwestycji w maszyny i urządzenia górnicze wynikającym z dążenia do wzrostu wydobycia, należy brać pod uwagę także rosnące nakłady związane ze wzrostem stopnia mechanizacji procesów górniczych, który w krajach o największej produkcji węgla jest w dalszym ciągu niski.

Podstawowym celem wykorzystania węgla jest produkcja energii elektrycznej. Węgiel był i jest głównym paliwem do jej produkcji, a jego udział w strukturze zużycia surowców energetycznych na świecie utrzymuje się na stabilnym poziomie około 40%. Wykorzystanie podstawowych surowców do produkcji energii elektrycznej uwarunkowane jest zarówno czynnikami o charakterze naturalnym, związanymi z właściwościami i dostępnością poszczególnych surowców energetycznych jak również czynnikami o charakterze politycznym, związanymi głównie z ochroną środowiska oraz polityką energetyczną poszczególnych krajów. O wysokiej pozycji węgla na świecie jako surowca energetycznego (do produkcji energii elektrycznej) decyduje kilka czynników, wśród których najważniejsze to:

- dostępność zasobów węgla w Europie i na świecie, która gwarantuje wysoki stopień bezpieczeństwa podaży. Całkowite przemysłowe zasoby tego surowca, przy obecnym tempie eksploatacji, wystarczą na około 200 lat. Wystarczalność światowych zasobów ropy szacowana jest na 60 lat, a gazu ziemnego na 40 lat,
- brak wymogów dotyczących strategicznych zapasów gromadzonych ze względu na ryzyko polityczne, jak to ma miejsce w stosunku do ropy i gazu,
- łatwość magazynowania i brak istotnego ryzyka transportowego,

- rosnąca sprawność wytwarzania energii. Wzrost sprawności elektrowni węglowych powoduje równocześnie zmniejszenie emisji szkodliwych substancji do atmosfery. Czyste technologie spalania węgla umożliwiają uzyskanie poziomu emisji zanieczyszczeń podobnego jak przy spalaniu gazu,
- zastosowanie węgla kamiennego jako podstawowego nośnika energii w większości krajów rozwijających się (Chiny, Indie, Rosja, Indonezja),
- ograniczone możliwości wykorzystania "czystych" źródeł energii, takich jak: energia wodna, energia wiatru, biomasa, energia słońca, energia geotermalna,
- opór społeczny w stosunku do energetyki jądrowej, skutkujący w wielu krajach programami likwidacji elektrowni atomowych.

W efekcie, szacuje się, że w okresie, co najmniej najbliższych 25-30 lat węgiel pozostanie najważniejszym surowcem do produkcji energii elektrycznej na świecie z udziałem przekraczającym 37% w 2030 roku. Przy prognozowanym wzroście produkcji energii elektrycznej w okresie 2000-2030 i utrzymaniu wskaźnika udziału węgla w strukturze produkcji energii elektrycznej na podobnym jak w 2000 roku poziomie, oznacza to porównywalny (prawie dwukrotny) nominalny wzrost zapotrzebowania na węgiel do celów energetycznych do roku 2030.

Prognoza światowej produkcji energii elektrycznej według rodzaju paliw					
	Produkcja energii elektrycznej (TWh)		zmiana	Struktura	
	2000	2030		2000	2030
węgiel	5 989	11 591	94%	39%	37%
gaz ziemny	2 676	9 923	271%	17%	31%
energia wodna	2 650	4 259	61%	17%	14%
energia jądrowa	2 586	2 697	4%	17%	9%
paliwa ciekłe	1 241	1 326	7%	8%	4%
źródła odnawialne	249	1 381	455%	2%	4%
wodór - ogniwa paliwowe	0	349	-	0%	1%
razem świat	15 391	31 526	105%	100%	100%

Źródło: Energetyka, wrzesień 2004 (World Energy Outlook 2002)

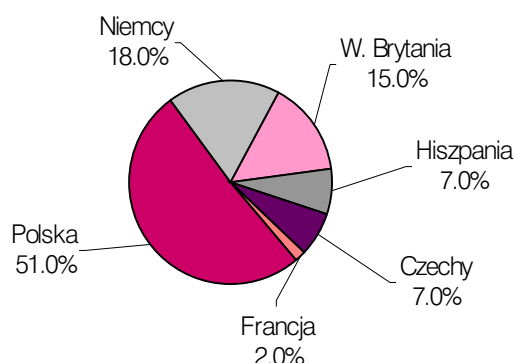
Kluczowe znaczenie węgla, w szczególności dla sektora produkcji energii elektrycznej zostanie utrzymane również w Europie. Z prognoz wykonanych przez DG TREN wynika, że udział węgla w produkcji energii elektrycznej zmniejszy się w latach 2010 - 2020 do poziomu około 20%, a następnie zwiększy się do 27% w roku 2030. W tym samym okresie przewiduje się wzrost produkcji energii elektrycznej z 2 898 TWh w roku 2000 do 4 477 TWh w roku 2030. Powoduje to, iż mimo zmniejszenia udziału węgla w całkowitym bilansie energetycznym, zużycie tego paliwa w najbliższych 25 latach wzrośnie.

Stan obecny oraz prognozy zużycia energii oraz uwarunkowania związane z wykorzystaniem poszczególnych surowców energetycznych wskazują, że węgiel jest i nadal pozostanie bardzo ważnym źródłem energii w krajach UE. Oznacza to potrzebę budowy nowych elektrowni węglowych jak również konieczność zapewnienia dostaw odpowiedniej ilości węgla.

W efekcie możliwe jest zahamowanie obecnej tendencji spadku wydobycia węgla w Europie bądź dalsze zwiększenie jego importu. Obecnie węgiel kamienny produkowany jest przez sześć krajów Unii Europejskiej: Wielką Brytanię, Niemcy, Hiszpanię, Francję oraz Polskę i Czechy. Polska z rocznym wydobyciem na poziomie około 100 mln ton, produkuje więcej węgla niż wszystkie pozostałe kraje UE.



## Udział poszczególnych państw w produkcji węgla kamiennego w poszerzonej UE



Źródło: Biuletyn Górniczy Nr 3-4, 2004

Węgiel kamienny w Polsce posiada kluczowe znaczenie zarówno jako źródło energii pierwotnej (51.7% w 2002 roku) jak również jako podstawowy surowiec do produkcji energii elektrycznej (55% w 2002 roku). Z tego punktu widzenia struktura zużycia energii pierwotnej jest odmienna niż w przypadku większości krajów Unii Europejskiej, gdzie dominuje ropa naftowa i gaz ziemny. Znacząca rola węgla kamiennego w zaspokajaniu potrzeb energetycznych Polski zdeterminowana jest przede wszystkim zasobami tego nośnika energii w naszym kraju oraz ukształtowanym w latach poprzednich modelem energetyki, opartej na węglu. Zgodnie z szacunkami Międzynarodowej Agencji Energii udział tego surowca w zaspokajaniu potrzeb energetycznych Polski utrzyma się na porównywalnym poziomie również w kolejnych latach. Wynikać to będzie między innymi z:

- relatywnie dużych zasobów tego surowca w kraju,
- faktu, iż węgiel pozostaje wciąż najtańszym nośnikiem energii wśród głównych surowców energetycznych (węgiel, ropa, gaz ziemny),
- istniejącego modelu energetyki zawodowej opartej w przeważającej mierze na węglu,
- łatwej możliwości zapewnienia wysokiego stabilnego poziomu bezpieczeństwa energetycznego kraju,
- relatywnie niewielkiej możliwości wykorzystania w Polsce źródeł energii odnawialnej.

Węgiel kamienny wydobywany jest praktycznie tylko w dwóch rodzajach technologii:

- odkrywkowej, w przypadku pokładów węgla zalegających nie głębiej niż 150 m pod powierzchnią ziemi,
- głębinowej w przypadku występowania pokładów poniżej tego poziomu.

Ze względu na uwarunkowania geologiczne, technologia odkrywkowa wydobycia węgla dominuje w RPA,

Australii oraz na niektórych obszarach Rosji, natomiast technologia głębinowa stosowana jest głównie w Chinach, USA, Indii oraz w Europie. W przypadku technologii głębinowej dominuje ścianowa technika wydobycia, która wykorzystuje zintegrowane kompleksy ścianowe w postaci zmechanizowanej obudowy ścianowej, maszyn urabiających - tzw. kombajnów ścianowych oraz systemu przenośników służących do odstawy i transportu urobku. Ponadto, w skład kompleksu ścianowego wchodzi szereg urządzeń wspomagających jego pracę, takich jak: stacja kompaktowa, która zapewnia zasilanie kompleksu w energię elektryczną, pompa zasilająca kompleks w wodę wykorzystywaną do chłodzenia oraz pompa zasilająca kompleks w emulsję wykorzystywaną jako ciecz hydrauliczna w obudowie zmechanizowanej. Ponieważ typowa żywotność (do kapitalnego remontu) poszczególnych maszyn tworzących kompleksy ścianowe jest ograniczona do około 3-4 lat (w przypadku kombajnu), około 5-7 lat (w przypadku obudowy) oraz około 3 lat (w przypadku przenośników), górnictwo głębinowe generuje relatywnie stały popyt zarówno na nowe maszyny górnicze jak też na usługi związane z naprawą i modernizacją istniejących maszyn. Dodatkowym czynnikiem wspomagającym popyt na maszyny górnicze jest wysoki poziom zużycia infrastruktury technicznej dotyczący niektórych rodzajów maszyn występujący w takich krajach, jak: Rosja, Ukraina, Białoruś oraz Polska.

W Polsce w 2005 roku działały 34 kopalnie węgla kamiennego (wszystkie wydobywają węgiel w technologii głębinowej):

- Kompania Węglowa S.A. - 17 kopalń,
- Katowicka Grupa Kapitałowa - Katowicki Holding Węglowy S.A. - 7 kopalń,
- Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. - 5 kopalń,
- dwie samodzielne kopalnie będące spółkami Skarbu Państwa (KWK Budryk S.A., Lubelski Węgiel Bogdanka S.A.),
- Południowy Koncern Węglowy, grupujący 2 zakłady górnicze,
- prywatna kopalnia Siltech Sp. z o.o.

Krajowy sektor górnictwa węgla kamiennego podlega ciągłym zmianom restrukturyzacyjnym zapoczątkowanym na początku lat 90-tych. Dotychczasowa realizacja programu restrukturyzacji przyniosła między innymi: zmianę modelu funkcjonowania kopalń, likwidację nierentownych zakładów wydobywczych oraz koncentrację wydobycia węgla w kilku dużych podmiotach.

<b>Podstawowe dane o krajowym sektorze górnictwa węgla kamiennego w Polsce</b>		
	<b>1989</b>	<b>2005</b>
Wydobycie (mln ton)	177.4	97.1
Liczba kopalń	70.0	34.0
Liczba ścian wydobywczych	867.0	130.0
Zatrudnienie (tys. osób)	407.0	123.0
Eksport (mln ton)	28.9	19.5
Poziom wydobycia na 1 kopalnię (tys. ton)	2 534.0	2 856.0
Poziom wydobycia na 1 ścianę (tys. ton)	205.0	747.0
Poziom wydobycia na zatrudnionego (ton)	436.0	789.0
Udział eksportu w wydobyciu ogółem	16.3%	20.1%

Źródło: Famur S.A. na podstawie danych GUS i Ministerstwa Gospodarki Biuletyn Górniczy Nr 3-4, 2004

W okresie ostatnich kilkunastu lat nastąpiło znaczne obniżenie wielkości wydobycia (w 2005 roku o blisko połowę w stosunku do roku 1989), któremu towarzyszył znaczący spadek zatrudnienia, eliminacja nierentownych kopalń oraz zakończenie wydobycia z pokładów i ścian o małej wydajności. W efekcie, pomimo znacznego ograniczenia poziomu wydobycia, nastąpił znaczący wzrost wydajności i efektywności mierzony zarówno poziomem wydobycia na 1 zatrudnionego, jak również poziomem wydobycia na jedną ścianę wydobywczą. Poprawa wydajności poszczególnych ścian wydobywczych była przede wszystkim efektem szerszego wprowadzenia nowoczesnych maszyn górniczych, w tym w szczególności bardziej wydajnych kompleksów ścianowych

Perspektywy polskiego górnictwa węgla kamiennego oraz zmiany w tym sektorze zależne są w największym stopniu od trendów globalnej koniunktury na węgiel, kształtowania się bilansu energetycznego Polski oraz prowadzonej przez rząd polski polityki energetycznej. Politykę energetyczną Polski oraz kierunki zmian w sektorze górnictwa węgla kamiennego określają przede wszystkim następujące dokumenty rządowe "Polityka energetyczna Polski do 2025 roku" oraz "Restrukturyzacja górnictwa węgla kamiennego w latach 2004-2006 i Strategia na lata 2007-2010" (dokument przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 27 kwietnia 2004 roku).

Zgodnie z założeniami polityki energetycznej do roku 2025 w zależności od przyjętego wariantu rozwoju (wariant traktatowy, podstawowy węglowy, podstawowy gazowy, efektywnościowy), nastąpi wzrost zapotrzebowania na energię elektryczną w Polsce w 2025 roku o 80% do 93% w stosunku do roku 2000.

W naszej opinii, biorąc pod uwagę szacowaną skalę wzrostu zużycia energii, dostępne w Polsce surowce energetyczne, wzrost cen ropy naftowej i gazu ziemnego oraz brak w chwili obecnej możliwości dywersyfikacji dostaw gazu ziemnego, prognozowany wzrost popytu na energię elektryczną wymusi konieczność rozbudowy istniejących elektrowni opartych na węglu bądź też znacznego zwiększenia importu energii.

Plan restrukturyzacji krajowego górnictwa, przyjęty przez Radę Ministrów w 2004 roku, zakłada dalsze, stopniowe obniżanie produkcji węgla kamiennego w okresie do 2010 roku w ten sposób, aby w 2006 roku wydobycie osiągnęło poziom 88.4 mln ton oraz 80.5 mln ton w 2010 roku. Program przewiduje również inną, łagodniejszą ścieżkę ograniczenia produkcji węgla kamiennego w przypadku utrzymywania się dobrej koniunktury na rynku tego surowca. Założenia programu restrukturyzacji górnictwa zakładają docelowo zapewnienie trwałej rentowności kopalń bez jakichkolwiek dotacji z budżetu państwa. Z tego też względu redukcja wydobycia węgla odbywać się będzie głównie na skutek:

- zamykania kopalń o kończących się zasobach,
- zamykania kopalń prowadzących działalność wydobywczą pod terenami silnie zurbanizowanymi,
- likwidacji części zdolności produkcyjnych w kopalniach podlegających połączeniu,
- likwidacji nierentownych poziomów wydobywczych.

Program restrukturyzacji polskiego górnictwa przewiduje również prywatyzację spółek węglowych. Ze względu na wyniki wyborów parlamentarnych w 2005 roku przewidywany pierwotnie harmonogram prywatyzacji spółek węglowych zostanie zapewne opóźniony.

Koniunktura na rynku węgla w okresie lat 2003-2005 charakteryzowała się znacznym zwiększeniem popytu, któremu towarzyszył wzrost cen na wszystkie rodzaje węgla. Ceny węgla energetycznego na rynkach międzynarodowych wzrosły pod koniec 2003 roku do poziomu przekraczającego 70 USD/t (CIF porty

Europy Zachodniej za 6000 kcal/kg netto), co oznaczało dwukrotny wzrost w stosunku do poziomu notowanego w roku 2002. W roku 2004 ceny węgla zbliżyły się do poziomu 80 USD/t. Począwszy od drugiej połowy 2004 roku ceny węgla zaczęły nieznacznie spadać, a tendencja ta uległa przyspieszeniu w końcu 2005 roku. Pierwszy kwartał 2006 roku wskazuje na odbudowywanie się cen węgla do poziomu przekraczającego około 60 USD/t.

Korzystna koniunktura na rynku węgla na rynkach międzynarodowych przyczyniła się do wzrostu cen również na rynku krajowym i znacznie poprawiła sytuację w branży górniczej w Polsce. W roku 2004 sektor górniczy osiągnął wynik finansowy netto w wysokości ponad 2 mld PLN. W szczególności, bardzo dobry wynik finansowy netto osiągnęła Jastrzębska Spółka Węglowa (1.7 mld PLN), która produkuje węgiel koksowy. Wstępne wyniki finansowe sektora węgla kamiennego za 2005 rok (zysk netto spółek węglowych wyniósł ponad 1 mld PLN), pomimo iż niższe niż w roku 2004, potwierdzają dobrą kondycję finansową branży górniczej. Wzrost cen węgla, dobre wyniki spółek węglowych oraz prognozy związane z przyspieszeniem wzrostu PKB i zapotrzebowania na energię elektryczną, wpłynęły na rozszerzenie planów inwestycyjnych przez sektor górniczy. Aktualnie spółki węglowe planują wzrost inwestycji skierowany głównie na:

- zwiększenie wydajności eksploatowanych złóż poprzez modernizację i wymianę maszyn górniczych, przede wszystkim kombajnów, obudów i przenośników,
- utworzenie w ramach Jastrzębskiej Spółki Węglowej tzw. kopalni zespolonej na bazie kilku kopalń i zwiększenie możliwości wykorzystania zasobów tych kopalń poprzez możliwość eksploatacji pokładów węgla umiejscowionych w filarach ochronnych,
- rozszerzenie zakresu prac nad przyszłym inwestowaniem w tzw. pola rezerwowe (pole Bzie-Dębina przylegające do kopalni Zofiówka oraz pole Pawłowice przylegające do kopalni Pniówek).

Szacuje się, że w przypadku utrzymania się dobrej koniunktury w branży, łączne nakłady inwestycyjne trzech największych spółek węglowych (JSW, Kompania Węglowa, Katowicki Holding Węglowy) do roku 2010 mogą wynieść ponad 7 mld PLN.

## **Rynek maszyn i urządzeń górniczych w Polsce**

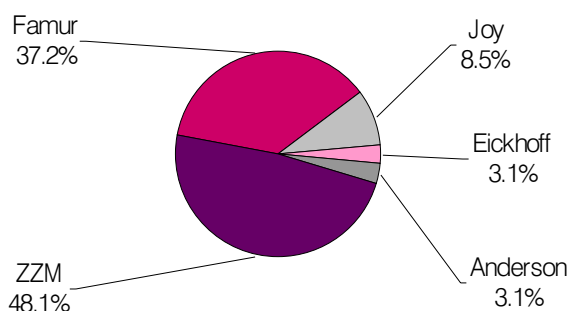
### **Rynek kombajnów ścianowych**

Rynek kombajnów ścianowych generuje trzy główne źródła przychodów dla producentów maszyn górniczych:

- opłaty dzierżawne z tytułu dzierżawy kombajnów,
- przychody z tytułu remontów i modernizacji kombajnów
- przychody z tytułu sprzedaży części zamiennych.

Dominującą formą pozyskiwania kombajnów przez krajowy sektor górniczy jest dzierżawa. Famur szacuje, iż około 80% wszystkich kombajnów w Polsce jest dzierżawiona, a pozostałe 20% jest własnością kopalń. W opinii spółki, w przypadku odbiorców krajowych, nadal dominować będzie forma dzierżawy, gdyż jest ona ekonomicznie korzystniejsza dla kopalń w stosunku do zakupu nowego kombajnu. Zwykle, co 3-4 lata dokonywane są remonty kombajnów ścianowych, często połączone z ich jednoczesną modernizacją. Modernizacje i remonty kombajnów wykonywane są z mocy przepisów prawa przez ich pierwotnych producentów. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku dostaw części zamiennych. Ze względu na dominującą na krajowym rynku formę pozyskiwania kombajnów (dzierżawa) oraz w związku z faktem, iż usługi remontowo-modernizacyjne kombajnów wykonywane są przez pierwotnych producentów tych urządzeń, strukturę rynku kombajnów ścianowych można oszacować w oparciu o analizę pracujących kombajnów ścianowych w poszczególnych kopalniach. W oparciu o miesięczne "Analizy wskaźników techniczno-produkcyjnych ścian wyposażonych w kombajny górnicze" opracowane przez Centralny Ośrodek Informatyki Górnictwa S.A., spółka szacuje, że posiada około 37% udział w rynku krajowym.

#### Struktura pracujących kombajnów ścianowych na rynku krajowym (koniec 2005 roku)



Źródło: Famur S.A.

Krajowy rynek kombajnów ścianowych jest silnie skoncentrowany. Ponad 80% rynku kombajnów ścianowych należy do dwóch producentów: Zabrzeńskich Zakładów Mechanicznych oraz Famur. Znaczenie pozostałych podmiotów działających na rynku kombajnów ścianowych jest stosunkowo niewielkie, a ich udziały rynkowe nie przekraczają kilku procent. W przypadku podmiotów zagranicznych ceny oferowanych przez nich urządzeń są relatywnie wyższe w stosunku do producentów krajowych oraz posiadają oni najczęściej gorsze, ze względów logistycznych, możliwości obsługi serwisowej.

Na rynku krajowym najgroźniejszym konkurentem spółki w kombajnach ścianowych są Zabrzeńskie Zakłady Mechaniczne, które specjalizują się w produkcji nowych kombajnów, świadczeniu usług serwisowych i remontowych w tym zakresie oraz wynajmie sprzętu, przede wszystkim na potrzeby przemysłu górniczego.

Biorąc pod uwagę szacowane udziały rynkowe spółki oraz wartość jej sprzedaży związanej z segmentem kombajnów ścianowych, obejmującą: przychody z dzierżaw, przychody ze świadczenia usług remontowo-modernizacyjnych oraz przychody ze sprzedaży części zamiennych, Famur szacuje wielkość całego

krajowego rynku w roku 2005 na około 300 mln PLN. Zdaniem spółki wartość rynku kombajnów ścianowych w następnych latach w Polsce będzie nieznacznie rosta, na co złożą się następujące czynniki:

- stabilizacja liczby czynnych ścian wydobywczych,
- wzrost tempa modernizacji istniejących kombajnów,
- wzrost zakresu modernizacji kombajnów w celu dalszej poprawy ich wydajności.

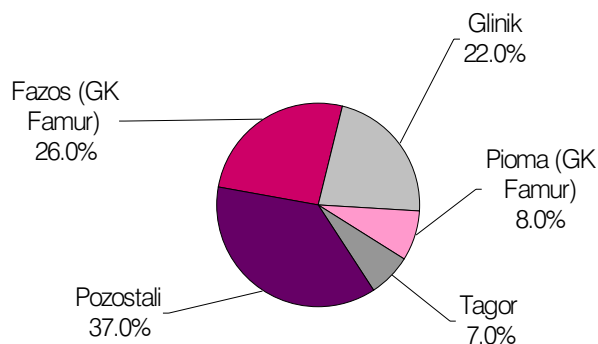
W naszych prognozach założyliśmy, że popyt na maszyny górnicze na rynku krajowym w perspektywie 10 lat będzie zbliżony do popytu w roku bieżącym - w najbliższych latach oczekujemy rosnącego popytu z uwagi na przyspieszony proces wymiany zdekapitalizowanych maszyn w kopalniach, natomiast po roku 2010 popyt będzie delikatnie spadał.

### Rynek obudów zmechanizowanych

Rynek zmechanizowanych obudów ścianowych podobnie jak w przypadku kombajnów ścianowych związany jest ściśle z górnictwem węgla kamiennego. W Polsce produkcją obudów ścianowych zajmuje się kilka podmiotów, z których na rynku liczą się dwa największe: Fazos S.A., podmiot należący do Grupy Kapitałowej Famur oraz Zakład Maszyn Górniczych Glinik Sp. z o.o. z siedzibą w Gorlicach.

Grupa Kapitałowa spółki jest największym graczem rynkowym na rynku krajowym, z szacunkowym łącznym udziałem na poziomie 34%.

**Struktura pracujących zmechanizowanych obudów ścianowych w Polsce (marzec 2006 roku)**



Źródło: Famur S.A.

Głównym konkurentem krajowym dla spółki jest Zakład Maszyn Górniczych Glinik. Firmy te posiadają razem blisko 60% krajowego rynku zmechanizowanych obudów ścianowych. Od 2004 roku na rynku polskim obserwowana jest także zwiększona aktywność spółki Tagor wchodzącej w skład grupy kapitałowej Zabrzeńskich Zakładów Mechanicznych z siedzibą w Zabrzu, która w ramach dywersyfikacji produkcji obok kombajnów ścianowych rozpoczęła również produkcję zmechanizowanych obudów ścianowych i posiada obecnie bezpośrednio i poprzez Tagor do 10% udziału w rynku.

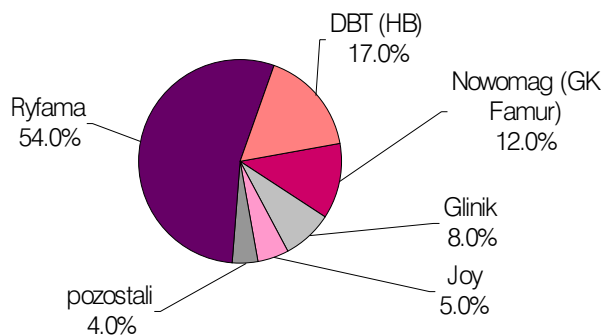
Pozostałą część rynku zajmują firmy nie będące producentami obudów, a które świadczą usługi jedynie w zakresie remontów i modernizacji tych urządzeń.

W przeciwieństwie do segmentu kombajnów ścianowych, dominującą formą pozyskiwania obudów ścianowych przez sektor górniczy jest bezpośredni zakup od producenta. Zmechanizowana obudowa ścianowa jest kluczowym elementem każdego kompleksu ścianowego, a jej cechy konstrukcyjne zależą od indywidualnych uwarunkowań charakterystycznych dla warunków geologicznych kopalni oraz ściany wydobywczej. Maksymalna żywotność obudowy ścianowej wynosi zwykle kilkanaście lat, jednak zwykle po 5-7 latach dokonuje się jej remontu lub remontu i modernizacji. Biorąc pod uwagę liczbę czynnych ścian wydobywczych w Polsce (około 130) oraz średni okres pracy obudowy bez remontu (5-7 lat), spółka szacuje, iż stabilny popyt na usługi remontowe wynosi kilkanaście remontów w skali roku. W odniesieniu do rynku nowych obudów, w opinii spółki, krajowy rynek generuje średni popyt w wysokości od 8 do 10 obudów ścianowych rocznie. Famur szacuje ponadto, iż w krajowych kopalniach średni wiek funkcjonujących obudów ścianowych wynosi około 15 lat. Z tego też względu, można spodziewać się zwiększonego popytu na nowe obudowy ścianowe oraz utrzymania się stabilnego popytu na remonty i modernizacje.

## Rynek przenośników zgrzeblowych i taśmowych

Głównym rynkiem działania Grupy Kapitałowej Famur w zakresie przenośników jest rynek krajowy. Producentem tej grupy produktów w Grupie Kapitałowej jest spółka Nowomag oraz Pioma. Nowomag jest liczącym się w Polsce producentem przenośników zgrzeblowych ciężkich oraz przenośników zgrzeblowych lekkich. Ponadto spółka wytwarza przenośniki taśmowe. Wielkość rynku przenośników zgrzeblowych ciężkich i lekkich, podobnie jak w przypadku kombajnów i obudów ścianowych, można oszacować w oparciu o liczbę pracujących przenośników oraz średni okres zużycia tego typu maszyn. Na każdej ścianie wydobywczej kompleks ścianowy posiada zestaw przenośników zgrzeblowych ciężkich. Przy założeniu, że obecnie w Polsce czynnych jest około 130 ścian oraz że średni okres zużycia przenośników wynosi 4 lata, średni popyt na nowe urządzenia oraz remonty wynosi około 30 urządzeń rocznie. Ze względu na podobny do przenośników zgrzeblowych ciężkich, charakter i warunki eksploatacji, przenośniki zgrzeblowe lekkie podlegają podobnemu zużyciu jak to ma miejsce w przypadku przenośników ciężkich.

### Struktura pracujących na krajowym rynku przenośników zgrzeblowych (koniec 2005 roku)



Źródło: Famur S.A.

W poszczególnych segmentach rynku przenośników pozycja Nowomag jest zróżnicowana. Największy i stabilny udział w rynku spółka posiada w segmencie przenośników zgrzeblowych lekkich.

#### Szacunkowe udziały Nowomag S.A. w krajowym rynku przenośników zgrzeblowych

	2003	2004	2005
Przenośniki zgrzeblowe ciężkie	12%	15%	12%
Przenośniki zgrzeblowe lekkie	40%	40%	45%

Źródło: Famur S.A.

Drugim podmiotem należącym do Grupy Famur, który działa na rynku przenośników jest Pioma.

Spółka specjalizuje się przede wszystkim w produkcji przenośników taśmowych. Ten rodzaj przenośników podobnie jak w przypadku przenośników zgrzeblowych wykorzystywany jest przede wszystkim w górnictwie do poziomego transportu urobku i w mniejszym stopniu do transportu nawierzchniowego, w tym w górnictwie odkrywkowym.

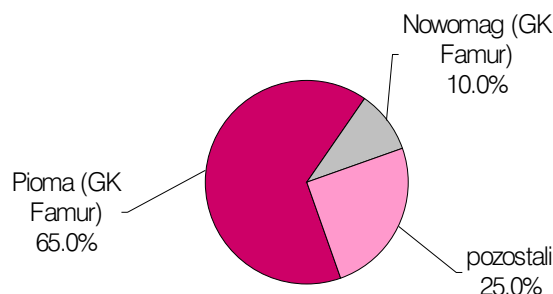
W zakresie przenośników taśmowych, spółka Pioma (z Grupy Famur) jest największym producentem w kraju. Famur szacuje, iż udziały jego spółek zależnych w rynku krajowym przenośników taśmowych - wynosiły w 2005 roku odpowiednio: Pioma 65% oraz Nowomag 10%.

#### Szacunkowe udziały spółek Pioma i Nowomag w rynku przenośników taśmowych

	2003	2004	2005
Przenośniki taśmowe (Pioma)	80%	75%	65%
Przenośniki taśmowe (Nowomag)	3%	5%	10%

Źródło: Famur S.A.

#### Struktura pracujących na krajowym rynku przenośników taśmowych (marzec 2006)



Źródło: Famur S.A.



Na rynku różnego typu przenośników dla Grupy Kapitałowej Famur główną konkurencję stanowią:

- Rybnicka Fabryka Maszyn RYFAMA Rybnik - największy w Polsce dostawca przenośników zgrzeblowych ciężkich i lekkich,
- Zakład Maszyn Górniczych GLINIK Sp. z o.o. Gorlice - dostawca przenośników zgrzeblowych ciężkich,
- DBT - Polska - dostawca przenośników zgrzeblowych ciężkich,
- "JOY - Maszyny Górnicze"- dostawca przenośników zgrzeblowych ciężkich,
- Fabryka Maszyn Górniczych MIFAMA Mikołów w zakresie dostaw przenośników taśmowych.

## Rynek pozostałych maszyn i urządzeń górniczych

Poza maszynami i urządzeniami tworzącymi zmechanizowany kompleks ścianowy, Grupa Kapitałowa Famur jest producentem szeregu maszyn i urządzeń, których zastosowanie, podobnie jak kompleksów ścianowych, ściśle związane jest z branżą górniczą. Do tej grupy produktów należą między innymi: kolejki podwieszane i spągowe, różnego rodzaju elementy urządzeń wyciągowych (koła linowe, klatki szybowe, kołowroty) oraz urządzenia służące do mechanicznej przeróbki węgla (osadzarki, filtry tarczowe, zagęszczacze promieniowe). Producentem powyżej wspomnianych produktów w Grupie Famur jest spółka Pioma. Spółka szacuje, że jest liczącym się producentem urządzeń wyciągowych w Polsce oraz zajmuje silną pozycję w segmencie kolejek.

### Szacunkowe udziały Pioma S.A. w rynku krajowym maszyn i urządzeń górniczych

	2004	2005
Kolejki	35%	35%
Maszyny i urządzenia do mechanizacji przeróbki surowców	12%	20%

Źródło: Famur S.A.

## Eksportowe rynki maszyn i urządzeń górniczych

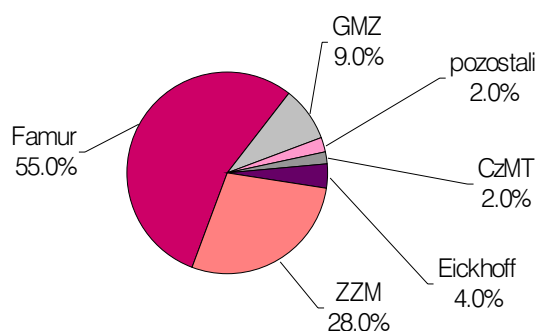
### Rynek czeski

Pomimo tego, że wielkość wydobycia nie stawia Czech w gronie znaczących producentów węgla, rynek ten jest dla Grupy Kapitałowej Famur kluczowym rynkiem eksportowym. Wynika to z faktu:

- bliskości geograficznej i niskich kosztów logistyki ważnych w szczególności w przypadku usług serwisowo-remontowych,
- dobrej sytuacji finansowej czeskiego górnictwa, które po przeprowadzeniu prywatyzacji osiąga bardzo dobre wyniki finansowe i realizuje znaczące nakłady inwestycyjne,
- uwarunkowań historycznych (Famur i Fazos były dostawcami maszyn na rynek czeski w latach 80-tych i 90-tych),
- brakiem liczących się producentów lokalnych,
- słabej pozycji na rynku czeskim dużych, światowych producentów maszyn górniczych.

Z analizy liczby oraz pochodzenia maszyn górniczych pracujących w poszczególnych kopalniach w Czechach wynika, że pozycja spółki jest znacząca. W przypadku kombajnów Famur jest liderem z około 55% udziałem w rynku. O ile w przypadku rynku krajowego główną formą pozyskiwania kombajnów przez górnictwo jest formuła dzierżawy, o tyle w przypadku rynków eksportowych spółka realizuje przychód wyłącznie w drodze sprzedaży nowych urządzeń. Poza sprzedażą kombajnów, Famur eksportuje na rynek czeski również części zamienne do maszyn.

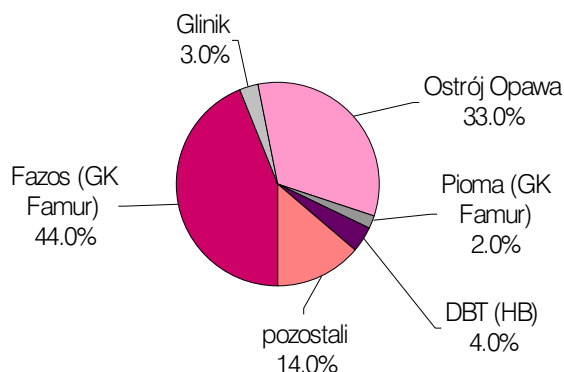
#### Struktura pracujących kombajnów ścianowych na rynku czeskim (marzec 2006 roku)



Źródło: Famur S.A.

Równie silną pozycję jak w przypadku kombajnów ścianowych, Grupa Famur posiada w segmencie zmechanizowanych obudów ścianowych. Spółka ocenia, że Fazos dysponuje około 44% udziałem w rynku czeskim. Silna pozycja tej spółki na rynku czeskim to efekt zarówno wysokiego poziomu technologicznego i konstrukcyjnego oferowanych urządzeń, jak również ponad 30-letnich kontaktów handlowych z czeskim sektorem górnictwem. W przypadku czeskiego rynku obudów ścianowych udziały rynkowe poszczególnych producentów są bardziej wyrównane, a walka konkurencyjna jest znacznie ostrzejsza niż w przypadku kombajnów ścianowych. Istotnym konkurentem dla spółki Fazos na tym rynku jest również lokalny producent, firma Ostroj z ponad 30% udziału w rynku.

Struktura pracujących zmechanizowanych obudów ścianowych na rynku czeskim (marzec 2006)



Źródło: Famur S.A.

Konkurencją dla Fazos na tym rynku stanowi również w mniejszym zakresie kilka wyspecjalizowanych międzynarodowych firm takich jak JOY (Wielka Brytania) oraz DBT (Niemcy), które na skutek kurczenia się swych rodzimych rynków zbytu, skoncentrowały się na ekspansji na rynkach zewnętrznych.

## Rynek rosyjski

Rynek rosyjski jest aktualnie drugim po rynku czeskim, najbardziej istotnym zagranicznym rynkiem zbytu dla Grupy Kapitałowej Famur. Obecność spółki na tym rynku przejawia się głównie w segmencie kombajnów ścianowych oraz w mniejszym stopniu w segmencie zmechanizowanych obudów ścianowych. W ocenie zarządu spółki, występująca wzrostowa tendencja wydobycia węgla w Rosji oraz ustabilizowana sytuacja własnościowa w większości sprywatyzowanych największych rosyjskich zjednoczeń górniczych zlokalizowanych w Kuzbasie i Zagłębiu Peczerskim, stwarzają korzystne warunki do rozwoju sprzedaży maszyn górniczych. Ponadto rosnąca na rynku rosyjskim sprzedaż części zamiennych, mająca związek z upływem okresu gwarancyjnego większości pracujących tam kombajnów ścianowych, daje możliwość zwiększenia sprzedaży również z tytułu świadczenia odpłatnych usług pogwarancyjnych (remonty, przeglądy).

Wzrost zapotrzebowania na wydobycie węgla w Rosji, powoduje wzrost zamówień ze strony rosyjskich kopalń na:

- dostawę wysokowydajnych urządzeń ścianowych, w tym kombajnów, charakteryzujących się większą sprawnością techniczną i żywotnością;
- remonty kapitalne wcześniej dostarczonych urządzeń;
- modernizację istniejących urządzeń w celu uzyskania lepszych parametrów i zastosowania bardziej nowoczesnych rozwiązań konstrukcyjnych;
- części zamienne i usługi serwisowe.

Dodatkowym atutem tego rynku jest istnienie i powstanie wielu ośrodków wydobywczych, a co za tym idzie szerokiego, zdwersyfikowanego kręgu odbiorców (kopalnie okręgu Rostowskiego, Kuzbasu, Zagłębia Peczerskiego, Workuty, rejon Chabarowska, itp.), co pozwala na prowadzenie różnorodnej polityki handlowej i cenowej i nie uzależnia sprzedaży tylko od jednego odbiorcy.

Głównymi graczami na rynku rosyjskim w zakresie kombajnów ścianowych są przede wszystkim firmy rosyjskie oraz ukraińskie, które według szacunków spółki dysponują łącznie około 70% udziałem w rynku. Famur szacuje, że jego udział w rynku rosyjskim w odniesieniu do kombajnów ścianowych wynosi około 15%. Pozostałe 15% rynku należy do Zabrzańskich Zakładów Mechanicznych i dużych międzynarodowych firm, takich jak: JOY, DBT oraz Eickhoff.

W przypadku rosyjskiego rynku obudów ścianowych, głównymi graczami pozostają lokalne zakłady maszyn górniczych. Rola zewnętrznych dostawców jest relatywnie niewielka. W latach 2004 - 2005 Fazos zrealizował dostawy na rynek rosyjski w wysokości 40 mln PLN.

### **Pozostałe rynki zagraniczne**

W kręgu zainteresowań spółki pozostają rynki wschodnie, w szczególności Ukraina i Białoruś. Możliwości istotnego zwiększenia obecności Grupy Famur są na razie ograniczone, głównie ze względu na panujące tam uwarunkowania gospodarcze i polityczne. Warunkiem wejścia na rynek białoruski jest współpraca kooperacyjna z lokalnymi producentami. W 2005 roku podmioty Grupy Kapitałowej zrealizowały dostawy w zakresie części zamiennych do kombajnów ścianowych na tym rynku. Ważnym kierunkiem zainteresowań spółki są rynki zachodnie, w tym rynki Północnej i Południowej Ameryki, rynek Europy Zachodniej (hiszpański) oraz rynek rumuński. Grupa Famur sprzedaje tam pojedyncze maszyny oraz niektóre elementy maszyn i urządzeń.

W 2005 roku Grupa Famur zrealizowała za pośrednictwem Kopex (spółka wtedy jeszcze nie wchodziła w skład grupy kapitałowej głównego konkurenta) sprzedaż pełnego kompleksu ścianowego dla odbiorcy z Argentyny. Rynki zachodnie zdominowane są w dużej mierze przez światowe koncerny, głównie JOY Mining i DBT. Działania ofertowe i handlowe Famur i pozostałych podmiotów Grupy na rynkach zachodnich realizowane są samodzielnie oraz poprzez pośredników handlowych.

### **Proces konsolidacji w branży polskich producentów maszyn górniczych**

Począwszy od 2003 roku, w branży producentów maszyn górniczych trwa stały proces konsolidacyjny realizowany przez największe podmioty w branży, w tym przede wszystkim przez Famur. Proces konsolidacji opiera się przede wszystkim na przejęciach podmiotów w celu stworzenia grup kapitałowych o potencjale produkcyjnym umożliwiającym produkcję wszystkich najważniejszych elementów zmechanizowanego kompleksu ścianowego (obudowy, kombajnu oraz systemu przenośników). Poza spółką zauważalne rezultaty w zakresie działań konsolidacyjnych zostały osiągnięte przez Zabrzańskie Zakłady Mechaniczne.

Postępujące procesy konsolidacyjne w przemyśle produkcji maszyn górniczych są powtórzeniem w warunkach rynku polskiego tendencji, jakie miały miejsce wcześniej na dojrzałych rynkach zagranicznych. Przykładem jest rynek niemiecki, gdzie branża maszyn górniczych w zasadniczej części została skonsolidowana poprzez Grupę RAG. W miarę spadku wydobycia węgla na rynku

niemieckim i tym samym ograniczenia popytu wewnętrznego, rosnąca część produkcji maszyn górniczych Grupy RAG jest kierowana na rynki zagraniczne. Podobny proces jest bardzo prawdopodobny w przypadku Polski. Stworzone w kraju w okresie wysokiego poziomu wydobywania węgla, rozbudowane i nowoczesne zdolności produkcyjne polskich producentów maszyn górniczych będą stopniowo wykorzystywane w celu zwiększania sprzedaży i aktywności na rynkach krajów, w których wydobywanie węgla będzie w przyszłości rosło (i dodatkowo w celu poprawy efektywności wydobywania konieczne będzie zwiększanie stopnia mechanizacji procesu górniczego). Kilka najsilniejszych, tworzących się obecnie w Polsce, grup produkcyjnych, dzięki wysokiemu poziomowi technicznemu oferowanych maszyn i konstrukcji oraz konkurencyjności cenowej będzie w stanie - zachowując dotychczasową silną pozycję na rynku polskim - do stopniowego zwiększania sprzedaży eksportowej. Proces ten powinien być ułatwiony faktem, iż duża grupa polskich producentów, takich jak Famur, Fazos posiada - wynikającą z uwarunkowań historycznych - silną pozycję i rozpoznawalną markę na większości potencjalnych rynków zagranicznych.

Postępująca konsolidacja i integracja polskiej branży producentów maszyn wydobywczych wzmocni potencjał finansowy, konstrukcyjny i handlowy tworzących się grup kapitałowych, umożliwiając skuteczniejsze konkurowanie na rynkach zagranicznych. Na rynku krajowym, procesy konsolidacyjne będą prowadzić do stopniowego eliminowania drobnych producentów i dostawców nie dysponujących zapleczem konstrukcyjnym, nie posiadających własnych rozwiązań technicznych i nie mających wystarczającego potencjału finansowego do skutecznego pozyskiwania w dłuższym okresie czasu zleceń, rozstrzyganych w drodze przetargów i zamówień publicznych.

## **Charakterystyka spółki**

### **Historia spółki**

Historia Fabryki Maszyn Górniczych FAMUR S.A. sięga roku 1922, kiedy to działalność uruchomiło przedsiębiorstwo prowadzone obecnie przez spółkę, w którym utworzona została spółka akcyjna pod firmą "Stephan, Froelich - Kluepfel AG". Spółka ta od początku swojej działalności wytwarzała konstrukcje stalowe dla kopalń i elementy przenośników do odstawy węgla, urządzenia szybowe, przekładnie, stacje zwrotne, wysięgniki. W roku 1930 dokonana została zmiana nazwy spółki na "Piotrowicka Fabryka Maszyn - Spółka Akcyjna". W czasie II Wojny Światowej zmiana uległa nazwa spółki na "Stephan, Froelich - Kluepfel Maschinenfabrik". Spółka prowadziła w tym czasie produkcję dla przemysłu górniczego oraz zbrojeniowego.

Po wojnie fabryka wznowiła działalność pod nazwą "Piotrowicka Fabryka Maszyn pod zarządem państwowym", kontynuując przedwojenny profil działalności produkcyjnej. W przedsiębiorstwie uruchomiona została produkcja wrębiarek ścianowych, przekładni i napędów do przenośników taśmowych.

W 1951 roku zostało utworzone przedsiębiorstwo państwowe pod nazwą "Piotrowicka Fabryka Maszyn" z siedzibą w Katowicach. Produkcja przedsiębiorstwa koncentrowała się na wytwarzaniu maszyn górniczych, w tym w szczególności wrębiarek. Pierwszy kombajn węglowy (na licencji rosyjskiej) został wyprodukowany 1952 roku. Od tego momentu produkcja przedsiębiorstwa koncentrowała się przede

wszystkim na wytwarzaniu kombajnów górniczych i hydrauliki siłowej. Kilka lat później rozpoczęto seryjną produkcję kombajnów ścianowych na podstawie własnej, opracowanej w przedsiębiorstwie dokumentacji konstrukcyjnej i technologicznej.

Znak towarowy "FAMUR" został zarejestrowany w 1965 roku, a w rok później dodany do nazwy spółki. W roku 1982 utworzono Zjednoczenie Producentów Maszyn i Urządzeń Górniczych POLMAG w Katowicach, do którego włączono 22 zakłady, w tym także Fabrykę Maszyn Górniczych FAMUR. W ten sposób spółka działała do 1990 roku, kiedy to wydzielono ją ze struktur Zjednoczenia Producentów Maszyn i Urządzeń Górniczych POLMAG jako odrębne przedsiębiorstwo państwowe. W rok później przedsiębiorstwo państwowe Fabryka Maszyn Górniczych FAMUR zostało przekształcone w jednoosobową spółkę akcyjną Skarbu Państwa pod firmą Fabryka Maszyn Górniczych FAMUR SA.

Lata 90-te i początek następnego dziesięciolecia to okres dalszego doskonalenia produktów spółki oraz podnoszenia standardów jakości:

- w 1998 roku spółka uzyskała certyfikat ISO - 9001: 2000 wydany przez RW TÜV w Essen,
- w 2001 pozytywne przejście recertyfikacji ISO 9001.

W 1995 roku 60% akcji spółki zostało wniesionych do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Przełomowym dla spółki był rok 2002, kiedy to jej większościowy pakiet akcji został nabyty przez obecnego większościowego akcjonariusza. Po wejściu inwestora strategicznego spółka została poddana głębokiej restrukturyzacji, co w istotnym stopniu przyczyniło się do poprawy wyników. Wraz z zakończeniem procesu restrukturyzacji rozpoczęła się realizacja strategii wzrostu w drodze akwizycji. Początek tworzenia silnej Grupy Kapitałowej działającej na rynku maszyn dla górnictwa węgla kamiennego rozpoczął się już w roku następnym od nabycia 93% akcji Nowosądeckiej Fabryki Maszyn Górniczych NOWOMAG S.A. (producent przenośników taśmowych, zgrzeblowych ścianowych i podścianowych, półautomatów, napędów modułowych, dynamicznych kruszarek urobku).

W roku 2005 miały miejsce kolejne dwie akwizycje. Na przełomie marca i kwietnia nastąpił zakup 85.2% akcji FZOŚ FAZOS S.A., (jeden z dwóch największych producentów zmechanizowanych obudów ścianowych w Polsce) oraz w grudniu 2005 roku zakup pakietu 93.82% akcji Fabryki Maszyn Górniczych PIOMA S.A. wraz z zależną od niej spółką PIOMA Odlewnia Sp. z o.o.

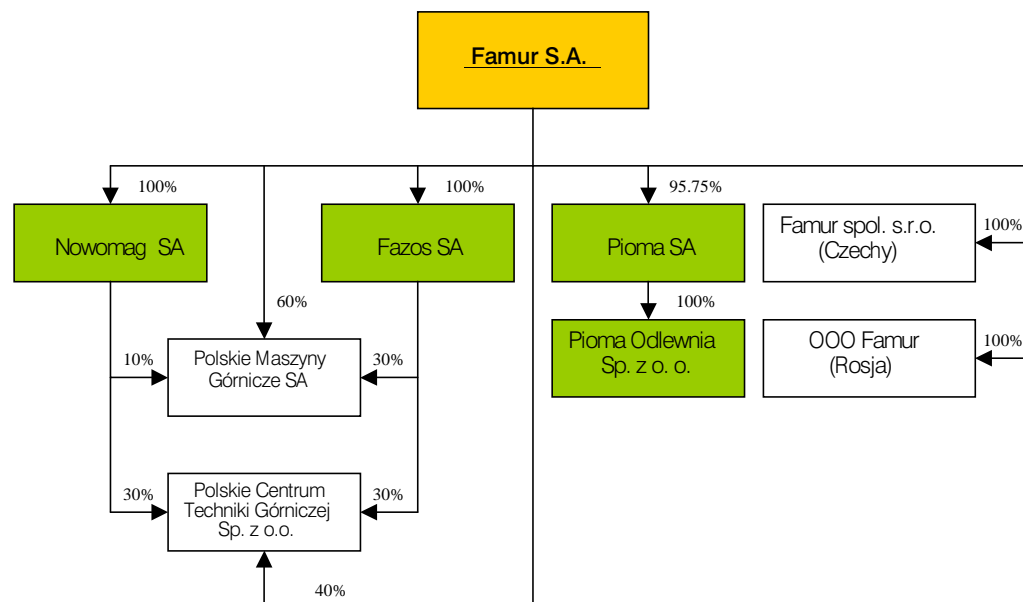
Polityka akwizycji na polskim rynku umożliwiła spółce uzyskanie możliwości produkowania kompletnych kompleksów ścianowych (tworzonych łącznie przez współpracujące ze sobą urządzenia: kombajn ścianowy, obudowa zmechanizowana i przenośniki zgrzeblowe), co znacznie podwyższyło jej konkurencyjność.

## Struktura Grupy Kapitałowej Famur

Famur S.A. jest podmiotem dominującym Grupy Kapitałowej, która jest największym w Polsce producentem maszyn i urządzeń dla sektora górnictwa. Profil działalności operacyjnej Grupy obejmuje produkcję sprzętu i maszyn dla głębinowego górnictwa węgla kamiennego, w tym przede wszystkim kompletnych zmechanizowanych kompleksów ścianowych, umożliwiających eksploatację złóż węgla kamiennego w technologii ścianowej.

Ponadto Grupa Famur od końca 2005 roku (wraz z przejściem kontrolnego pakietu akcji spółki Pioma) wytwarza również maszyny i urządzenia stosowane w systemach przeładunkowych, zespołach dźwigów okrętowych, kolejnictwie, wyposażeniu magazynów i składowisk, kopalniach odkrywkowych. Grupa jest także znaczącym producentem odlewów stalowych i żeliwnych - dzięki spółce Pioma Odlewnia, jednostce zależnej od spółki Pioma.

### Struktura Grupy Famur



Źródło: Famur S.A.; Millennium DM

Obecnie Grupę Kapitałową Famur tworzą następujące podmioty:

- Fabryka Maszyn Famur S.A. z siedzibą w Katowicach - podmiot dominujący w stosunku do pozostałych jednostek Grupy Kapitałowej, jeden z dwóch największych w Polsce producentów kombajnów ścianowych dla górnictwa węgla kamiennego (najbardziej zaawansowany technologicznie i konstrukcyjnie produkt Grupy Kapitałowej, będący najważniejszym elementem kompleksu ścianowego). Spółka pełni również rolę koordynującą dla pozostałych podmiotów Grupy Kapitałowej i jest ośrodkiem tworzenia i wdrażania dla niej strategii rozwoju. Podejmuje także działania zmierzające do optymalizacji kosztów operacyjnych dla wszystkich spółek zależnych między innymi poprzez koordynację na poziomie całej grupy: polityki inwestycyjnej, kredytowej, zarządzania finansami, prowadzenia procesów zaopatrzenia materiałowego. Ponadto rolą spółki jest także kreowanie jednolitej polityki handlowej i marketingowej Grupy oraz promowanie potencjału technicznego i konstrukcyjnego

swoich zależnych spółek produkcyjnych wśród odbiorców krajowych i zagranicznych.

- Nowosądecka Fabryka Urządzeń Górniczych Nowomag S.A. z siedzibą w Nowym Sączu - znaczący w Polsce producent przenośników zgrzeblowych ścianowych i podścianowych, przenośników do transportu urobku oraz innych urządzeń na potrzeby górnictwa,
- Fabryka Zmechanizowanych Obudów Ścianowych FAZOS S.A. z siedzibą w Tarnowskich Górach - jeden z dwóch największych w Polsce producentów zmechanizowanych obudów ścianowych dla górnictwa; Fazos S.A. jest jednocześnie znaczącym eksporterem tych wyrobów, posiadającym utrwaloną, bardzo dobrze rozpoznawalną markę na rynkach światowych,
- Fabryka Maszyn Górniczych Pioma S.A. z siedzibą w Piotrkowie Trybunalskim - największy w Polsce producent przenośników taśmowych oraz kolejek podwieszanych i spągowych, a także urządzeń wykorzystywanych między innymi w przemyśle odkrywkowym, okrętowym, wydobywania surowców mineralnych, ropy naftowej i gazu ziemnego,
- Pioma Odlewnia Sp. z o.o. z siedzibą w Piotrkowie - producent odlewów stalowych (staliwo węglowe, stopowe i wysokostopowe oraz żaroodporne) i żeliwnych (żeliwo szare, sferoidalne, stopowe oraz NIHARD),
- OOO Famur z siedzibą w Rosji - podmiot prowadzący działalność serwisową w zakresie remontu urządzeń górniczych na terenie Rosji,
- Famur Cz. spol. s r.o. w likwidacji - podmiot prowadzący działalność w zakresie pośrednictwa, ślusarstwa, transportu oraz działalności handlowej na terenie Czech; rozpoczęty w marcu 2006 roku proces likwidacji spółki jest wynikiem harmonizacji zasad prowadzenia działalności w ramach Unii Europejskiej, dzięki czemu - z uwagi na bliskość geograficzną - dotychczasowe funkcje pełnione przez spółkę na rynku czeskim będą realizowane bezpośrednio przez Famur S.A.,
- Polskie Maszyny Górnicze S.A. z siedzibą w Katowicach - spółka prowadząca działalność handlową w obszarze handlu zagranicznego maszynami górniczymi,
- Polskie Centrum Techniki Górniczej Sp. z o.o. z siedzibą w Katowicach - głównym profilem działalności spółki jest prowadzenie prac badawczo-rozwojowych dla potrzeb podmiotów Grupy Kapitałowej FAMUR,

Spośród powyżej przedstawionych podmiotów pięć (Famur, Nowomag, Fazos, Pioma i Pioma Odlewnia) skupiają w sobie prawie całą wartość Grupy. Pozostałe podmioty pełnią najczęściej pomocnicze funkcje.

Tworzenie Grupy Kapitałowej Famur rozpoczęło się w 2003 roku wraz z przejęciem kontroli kapitałowej przez Famur nad spółką Nowomag. W marcu i kwietniu 2005 roku spółka dokonała kolejnej inwestycji kapitałowej, polegającej na zakupie pakietu 85.2% akcji spółki Fazos. Wraz z przejęciem spółki Fazos, Grupa Kapitałowa Famur stała się pierwszym w Polsce podmiotem mającym możliwość wytwarzania pełnych kompleksów ścianowych obejmujących: kombajny górnicze, przenośniki zgrzeblowe ścianowe oraz zmechanizowane obudowy ścianowe, które łącznie stanowią podstawowy zestaw maszyn wykorzystywanych bezpośrednio na ścianie w procesie eksploatacji złoża górniczego.



W grudniu 2005 roku Spółka dokonała zakupu 93.82% akcji Fabryki Maszyn Górniczych Pioma z siedzibą w Piotrkowie Trybunalskim, przejmując jednocześnie pośrednio kontrolę nad pakietem 100% udziałów w Pioma Odlewnia.

W wyniku przejęcia spółki Pioma istotnie zdywersyfikowany został profil produkcyjny Grupy Kapitałowej, który poszerzony został między innymi o: wyroby produkowane dla górnictwa węgla brunatnego, konstrukcje dostarczane na rzecz odbiorców zagranicznych (producentów platform do wydobycia gazu ziemnego spod dna morskiego), produkcję odlewów żeliwnych i stalowych (realizowaną w Pioma Odlewnia). W rezultacie, obecnie Grupa Kapitałowa Famur obejmuje swoim profilem produkcyjnym bardzo szeroką, silnie zdywersyfikowaną gamę urządzeń i maszyn wykorzystywanych głównie w górnictwie głębinowym, ale także w mniejszym zakresie w górnictwie odkrywkowym, sektorze wydobycia ropy naftowej i gazu, kolejnictwie oraz przemyśle cementowym.

Efektom przeprowadzonych w 2005 roku dwóch dużych inwestycji kapitałowych, polegających na objęciu kontrolnych pakietów akcji w spółkach FAZOS S.A. oraz PIOMA S.A. było przede wszystkim:

- zdecydowane rozszerzenie oferty produktowej Grupy Famur,
- zwiększenie udziału w krajowym rynku produkcji jednostkowych maszyn i urządzeń dla górnictwa i przemysłu wydobywczego,
- rozszerzenie i dywersyfikacja klientów i odbiorców Grupy,
- dynamiczne zwiększenie sprzedaży eksportowej, w tym pozyskanie ważnych odbiorców zagranicznych, będących producentami konstrukcji i urządzeń dla sektora wydobycia ropy naftowej i gazu ziemnego,
- znaczące zdywersyfikowanie produkcji i sprzedaży na inne - poza sektorem górnictwa - branże,
- skokowe zwiększenie sprzedaży Grupy Kapitałowej.

#### Podstawowe dane finansowe głównych podmiotów Grupy Kapitałowej

Spółka	Sprzedaż (tys. PLN)			Wynik netto (tys. PLN)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Famur	60 866	93 471	134 728	20 333	27 314	26 056
Nowomag S.A.	32 934	42 087	67 187	553	14 369	12 409
Fazos	106 174	127 845	201 516	2 184	-40 705	29 154
Pioma S.A.	-	-	236 793	-	-	18 560
Pioma Odlewnia	-	-	82 848	-	-	12 209

Źródło: Famur S.A.; Millennium DM

Działalność operacyjna poszczególnych podmiotów Grupy Kapitałowej ma w dużym stopniu charakter komplementarny, zarówno w odniesieniu do podstawowego profilu działalności tj. produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa, jak również w zakresie pozostałej produkcji wytwarzanej przez poszczególne podmioty Grupy Kapitałowej. Koordynacja działalności Grupy Kapitałowej pozwala na uzyskiwanie

rosnących efektów synergicznych poprzez:

- harmonizację procesu zarządzania finansami i polityki kredytowej,
- centralizację w zakresie prowadzenia rachunkowości przez podmioty Grupy,
- wspólne pozyskiwanie klientów oraz składanie ofert handlowych obejmujących całość lub istotną część asortymentu maszyn wytwarzanego w obrębie Grupy Kapitałowej,
- negocjowanie korzystniejszych - dzięki wykorzystywaniu efektu skali - warunków zaopatrzenia w podstawowe materiały produkcyjne,
- współpracę pomiędzy spółkami w zakresie projektowo-konstrukcyjnym.

## Produkty

Podstawowym obszarem działalności Grupy Kapitałowej Famur jest obecnie produkcja i sprzedaż wyrobów dla górnictwa węgla kamiennego, w tym w szczególności:

- kombajny ścianowe, usługi remontowe, podzespoły i części zamienne do kombajnów,
- zmechanizowane obudowy ścianowe, usługi remontowe, części zamienne do obudów,
- przenośniki zgrzeblowe i taśmowe, części zamienne do przenośników,
- kolejki podwieszane i spągowe,
- odlewy żeliwne i stalowe,
- pozostałe wyroby, maszyny i urządzenia.

Większość maszyn i urządzeń wytwarzanych w Grupie Kapitałowej Famur ma charakter produktu jednostkowego, który posiada indywidualne cechy i parametry ściśle określone przez zamawiającego i dostosowane przede wszystkim do warunków geologicznych istniejących w danej kopalni, parametrów ściany, na której dane urządzenie jest eksploatowane oraz cech konstrukcyjnych i technologicznych urządzeń współpracujących w ramach konkretnego kompleksu ścianowego

W większości przypadków urządzenia dostarczane przez Grupę Kapitałową są projektowane w związku ze specyfiką konkretnego zamówienia i charakteryzują się relatywnie wysoką ceną jednostkową wynoszącą w zależności od rodzaju urządzenia od kilku do ponad 30 mln PLN.

Proces wytwarzania poszczególnych maszyn i urządzeń obejmuje w większości przypadków:

- fazę projektowania,
- produkcję i uruchomienie,
- uzyskanie odpowiednich certyfikatów i dopuszczeń technicznych,
- etap montażu i uruchomienia maszyny w miejscu jej eksploatacji.

Sprzedaż nowej maszyny lub wydzierżawienie urządzenia (w przypadku kombajnów ścianowych) generuje następnie w przyszłości zapotrzebowanie na dodatkowe usługi oferowane przez Grupę Kapitałową, w tym przede wszystkim na: usługi serwisowe, remonty i modernizacje oraz sprzedaż części zamiennych.

Maszyny i urządzenia górnicze są produktami o znaczącej materiałochłonności, a udział kosztów materiałowych sięga 50% całkowitych kosztów produkcji.

Najdroższym typem urządzeń wchodzących w skład kompleksu ścianowego jest zmechanizowana obudowa ścianowa (której ceny wahają się w zależności od wielkości urządzenia od kilkunastu do kilkudziesięciu mln PLN).

Koszty wytworzenia pojedynczych kombajnów ścianowych wynoszą do 5 mln PLN, przy czym na rynku krajowym ich sprzedaż odbywa się przede wszystkim poprzez umowy dzierżawy. Relatywnie najniższe ceny jednostkowe charakteryzują wytwarzane przez Grupę przenośniki lekkie.

### **Kombajny ścianowe, usługi remontowe, podzespoły i części zamienne do kombajnów**

Najbardziej złożonym i zaawansowanym technologicznie i konstrukcyjnie produktem Grupy Kapitałowej jest kombajn ścianowy, który wytwarzany jest w spółce Famur S.A. Jest on instalowany bezpośrednio na ścianie wydobywczej i przeznaczony jest do urabiania pokładów węgla kamiennego.

W konstrukcji kombajnu ścianowego można wyróżnić następujące podstawowe podzespoły i elementy:

- ramiona, do których przymocowane są: organ urabiający, kruszarka oraz ładowarka,
- blok aparatury elektrycznej,
- zespół zasilający i napędowy, składający się z silników oraz systemu przekładni zębatych i planetarnych,
- korpus z osłonami.

Grupa Kapitałowa Famur produkuje kombajny ścianowe do ścian niskich, średnich i wysokich, to jest w zakresie eksploatacji, pokładów węgla kamiennego o wysokości od 1.1 m - do 4.7 m, a na specjalne zamówienie również do urabiania pokładów o wysokości 5.5 m, wyposażone w hydrauliczny lub elektryczny napęd posuwu.

Kombajny wytwarzane przez spółkę charakteryzują się bardzo wysokim poziomem bezpieczeństwa oraz zaawansowanymi parametrami technicznymi i eksploatacyjnymi. Mogą one pracować w każdych warunkach górniczo - geologicznych oraz we wszystkich kategoriach zagrożenia metanowego.

Do głównych cech kombajnów ścianowych wytwarzanych przez spółkę należy zaliczyć:

- możliwość współpracy z każdym wskazanym przez zamawiającego przenośnikiem ścianowym w dowolnym systemie posuwu,
- wykorzystanie systemu zraszania pyłu węglowego, pozwalającego na znaczną poprawę bezpieczeństwa pracy w warunkach występowania zagrożeń pyłowych i gazowych,
- możliwość sterowania lokalnego i zdalnego,

- wyposażenie w systemy diagnostyki i monitoringu pozwalające na ciągły pomiar parametrów pracy kombajnu wpływających na obciążenie i żywotność maszyny, takich między innymi jak: temperatury oleju w ciągnikach i ramionach, ciśnienia oleju w ciągnikach, prędkości posuwu, temperatury uzwojeń silników elektrycznych, obciążenie prądowe silników elektrycznych,
- wyposażenie w dwa niezależne systemy hamulcowe, co pozwala na pracę w ścianach o nachyleniu powyżej 12° bez konieczności stosowania kołowrotów bezpieczeństwa,
- zastosowanie tak zwanych wąskich ramion, co umożliwia pracę kombajnów w okolicach napędów zwrotnych przenośników ścianowych,
- zastosowanie kruszarek kęsów, zapobiegających tworzeniu się zatorów przed kombajnem,
- wyposażenie w ładowarki osłonowe wspomagające proces ładowania urobku na przenośnik,
- możliwość instalowania silników elektrycznych wysokiej mocy.

Spółka posiada bardzo elastyczny system projektowania (CAD, MES), który pozwala na dopasowanie konstrukcji kombajnu do urządzeń współpracujących różnych producentów. Kombajny wytwarzane przez FAMUR S.A. współpracują z przenośnikami ścianowymi zarówno producentów krajowych (takich jak np. Nowomag, Ryfama), jak i zagranicznych (Westfalia, Mecco, Halbach Braun, Joy).

Nowoczesność i niezawodność konstrukcji wytwarzanych maszyn zapewnia spółce silną pozycję na światowym rynku wyrobów dla przemysłu wydobywczego, w szczególności w Rosji, Białorusi, Czechach, Słowacji, Hiszpanii.

Obok produkcji kompletnych kombajnów ścianowych spółka świadczy także w tym zakresie usługi remontowe oraz produkuje ich elementy i części zamienne.

### **Zmechanizowane obudowy ścianowe, usługi remontowe, części zamienne do obudów**

W ramach Grupy Kapitałowej, produkcja zmechanizowanych obudów ścianowych prowadzona jest od pierwszego kwartału 2005 roku i koncentruje się w spółce Fazos S.A. Możliwości produkcyjne i technologiczne wytwarzania tych urządzeń ma także włączona w grudniu 2005 roku do Grupy Kapitałowej spółka Pioma S.A.

Obudowa ścianowa pełni rolę zabezpieczającą dla pracy pozostałych elementów kompleksu ścianowego tj. kombajnu i przenośników oraz pracowników obsługujących kompleks ścianowy, pracujących bezpośrednio na eksploatowanej ścianie węgla.

W spółkach Grupy Kapitałowej produkowane są obudowy przystosowane do wszystkich systemów ścianowych o wysokościach od 0.65 m do 6.0 m.

Każda zmechanizowana obudowa ścianowa składa się z pojedynczych elementów, tzw. sekcji, w skład których wchodzi:

- system stojaków hydraulicznych i siłowników hydraulicznych mających pełnić funkcję podtrzymywania

stropnicy oraz przemieszczania sekcji,

- spąglica, pełniąca rolę podstawy,
- osłona odzawałowa,
- stropnica, będąca stropem zabezpieczającym ścianę od góry,
- układ sterowania hydraulicznego lub elektrohydraulicznego.

Pojedyncza sekcja zmechanizowanej obudowy ścianowej charakteryzuje się zwykle szerokością 1.5 m lub 1.75 m oraz wysokością od 0.65 m do 6.0 m. W zależności od warunków geologicznych oraz parametrów chodnika, typowa obudowa ścianowa składa się z około stu kilkudziesięciu sekcji.

Grupa Famur poprzez spółkę Fazos S.A. jest bardzo znaczącym eksporterem zmechanizowanych obudów ścianowych na rynki europejskie, w szczególności na rynek czeski oraz rosyjski. Długoletnia specjalizacja w produkcji obudów ścianowych oraz historycznie wysoki poziom eksportu tych urządzeń poprzez Fazos S.A. na szereg rynków zagranicznych powoduje, że marka Fazos jest bardzo dobrze rozpoznawalna i jest czynnikiem, który powinien pozwolić w przyszłości na stopniowe odbudowywanie pozycji spółki na rynkach zagranicznych.

Podobnie jak w przypadku kombajnów, w zakresie zmechanizowanych obudów ścianowych spółka świadczy usługi remontowe oraz produkuje elementy i części zamienne do obudów.

### **Przenośniki zgrzeblowe i taśmowe, części zamienne do przenośników**

Produkcja przenośników zgrzeblowych ścianowych (prowadzona przez Grupę począwszy od 2003 roku) do końca 2005 roku skoncentrowana była w spółce Nowomag S.A. Od końca 2005 roku potencjał produkcyjny, profil produkowanych urządzeń i pozycja rynkowa Grupy Kapitałowej w segmencie przenośników taśmowych zdecydowanie wzrosła wraz z przejściem przez Famur kontrolnego pakietu akcji w Pioma S.A.

W segmencie przenośników można wyróżnić:

- przenośniki zgrzeblowe ciężkie (przenośniki ścianowe zgrzeblowe, przenośniki podścianowe zgrzeblowe),
- przenośniki zgrzeblowe lekkie,
- przenośniki taśmowe.

Przenośniki zgrzeblowe ciężkie współpracują bezpośrednio z kombajnem ścianowym i odprowadzają urobek bezpośrednio ze ściany wydobywczej. Przenośniki zgrzeblowe podścianowe odprowadzają urobek poza kompleks ścianowy. Przenośniki zgrzeblowe lekkie służą do odstawy urobku podczas prac przygotowawczych. Natomiast przenośniki taśmowe transportują węgiel wewnątrz chodników, a także są wykorzystywane w transporcie nawierzchniowym.

Nowomag S.A. prowadzi produkcję wszystkich typów przenośników wykorzystywanych w transporcie podziemnym, natomiast Pioma S.A. posiada dominującą pozycję na polskim rynku przenośników taśmowych (z udziałem w rynku wynoszącym około 65%). Pioma S.A. prowadzi też produkcję przenośników nawierzchniowych wykorzystywanych w kopalniach odkrywkowych, nadziemnym transporcie wewnątrzzakładowym i międzyzakładowym oraz w bazach przeładunkowych i na składowiskach.

W każdym rodzaju przenośnika można wyróżnić:

- napędy zwrotne, montowane na końcach chodników, składające się z zespołu przekładni planetarnych, sprzęgła i stacji zwrotnej,
- trasy przenośnika, na którą składa się: system rynien, łańcuch ze zgrzeblami oraz zastawki.

Przenośniki wytwarzane przez Grupę Kapitałową sprzedawane są głównie na rynku krajowym.

Podobnie jak w przypadku kombajnów i obudów spółka świadczy usługi serwisowe oraz wytwarza elementy oraz części zamienne do przenośników.

### **Kolejki podwieszane i spągowe**

Wraz z momentem przejścia przez Famur kontroli kapitałowej nad spółką Pioma S.A., asortyment maszyn i urządzeń produkowanych przez Grupę Kapitałową został rozszerzony o urządzenia transportowe (kolejki podwieszane i spągowe) mające zastosowanie w przemyśle węgla kamiennego do transportu wyposażenia podstawowego i pomocniczego wykorzystywanego w procesie wydobywania węgla, dostarczania materiałów produkcyjnych oraz przemieszczania pod ziemią zatrudnionych.

Pioma S.A. wytwarza kolejki podwieszane lub spągowe, które są wykorzystywane w zależności od lokalnych uwarunkowań górniczo - geologicznych.

Konstrukcja wytwarzanych przez Grupę kolejek umożliwia ich pracę w złożach i wyrobiskach zaliczanych do wszystkich kategorii zagrożenia wybuchem metanu.

Kolejki podwieszane z napędem linowym KSP-32 i KSP-63 są urządzeniami dołowymi służącymi do transportu materiałów i przewozu osób w kopalniach głębinowych. Trasy jezdne tego typu kolejek są podwieszane do obudowy łukowej wyrobiska lub są mocowane na kotwach wklejanych w strop chodnika.

W przypadku kolejek KSP - 32 stosowane są napędy hydrauliczne lub mechaniczne (dwustopniowa prędkość jazdy). W kolejkach KSP - 63 stosowane są napędy hydrauliczny lub linowy.

Kolejki spągowe z napędem linowym KS - 650/900 i SKS - 100/900 NL stanowią najcięższy typ kolejek przeznaczony do przewozu bardzo ciężkich ładunków o masie do 22 ton, w szczególności kompletnych, zmontowanych sekcji obudów ścianowych. Kolejki spągowe wykonywane są w dwóch wersjach z torem jazdy o szerokości 650 mm i 900 mm, który pozwala na napęd dwulinowy z zastosowaniem dwóch zsynchronizowanych kołowrotów hydraulicznych.

Kolejki podwieszane z napędem spalinowym wykorzystują napęd w postaci lokomotyw spalinowych i są wykorzystywane do transportu materiałów, elementów maszyn oraz do przewozu ludzi. Sterowanie prędkością jazdy w tego typu kolejkach odbywa się zdalnie, a prędkość jazdy jest dostosowana do występującego obciążenia.

## **Odlewy żeliwne i stalowe**

Od końca 2005 roku, asortyment produktów i usług Grupy Kapitałowej został poszerzony o wytwarzanie odlewów żeliwnych i stalowych o masie od 5 do 5 000 kg, które prowadzone jest przez Pioma Odlewnia Sp. z o.o. Produkowane przez Grupę odlewy posiadają zgodność z Polskimi Normami oraz normami DIN, BS, NF oraz ASTM.

W zakresie wyrobów stalowych produkowane są staliwa: węglowe konstrukcyjne, stopowe konstrukcyjne, żaroodporne, kwasoodporne oraz staliwa odporne na ścieranie i korozję.

Odlewy stalowe wytwarzane w Grupie mają zastosowanie przede wszystkim jako elementy konstrukcyjne i podzespoły wykorzystywane w produkcji przenośników ścianowych, kombajnów urabiających i armatury przemysłowej.

Odlewy żeliwne produkowane przez Pioma Odlewnia Sp. z o.o. obejmują odlewy z żeliw: szarych klasy 150 - 300, sferoidalnych (ferytycznych, ferytyczno-perlitycznych i perlitycznych), odpornych na ścieranie klasy NIHARD, a także stopowych i wysokostopowych. Odlewy żeliwne mają zastosowanie jako: części pomp i zaworów, elementy elektrowni wiatrowych, obudowy turbin i są wykorzystywane w takich gałęziach gospodarki jak: energetyka i przemysł paliwowy.

## **Pozostałe wyroby, maszyny i urządzenia**

Pozostałe wyroby, maszyny i urządzenia wytwarzane przez spółkę można podzielić na podzespoły do maszyn górniczych oraz na inne urządzenia wykorzystywane poza sektorem górniczym

W zakresie podzespołów do maszyn górniczych, Grupa Kapitałowa wytwarza szereg urządzeń, podzespołów, elementów konstrukcyjnych i części zamiennych, do których należy zaliczyć:

- silniki hydrauliczne,
- przekładnie,
- kadłuby spawane,
- maszyny i urządzenia wykonywane na indywidualne zamówienia klientów,
- urządzenia wyciągowe,
- urządzenia do mechanicznej przeróbki węgla,
- hydraulika siłowa (głównie różnego rodzaju podnośniki),
- hydraulika sterownicza (zawory upustowe),
- pompy tłokowe, nurnikowe i inne,
- elementy mechaniczne,
- części zamienne do kombajnów górniczych, zmechanizowanych obudów ścianowych, przenośników i pomp.

Wymienione konstrukcje i podzespoły wykorzystywane są zarówno w sektorze górniczym, jak też w mniejszym stopniu w przemyśle maszynowym. Sprzedaż pozostałych maszyn i podzespołów górniczych koncentruje się głównie na rynku krajowym.

Grupa Kapitałowa jest także producentem realizowanych na indywidualne zamówienia klientów i odbiorców wielkogabarytowych, skomplikowanych konstrukcji budowlanych maszyn i urządzeń oraz elementów maszyn takich jak:

- elementy konstrukcyjne platform wiertniczych wykorzystywanych do wydobycia ropy naftowej i gazu ziemnego z dna morskiego,
- konstrukcje mostów,
- zbiorniki i silosy,
- konstrukcje dźwigów portowych i pokładowych,
- urządzenia do ochrony środowiska (prasy filtracyjne, hydrocyklony, zagęszczacze),
- konstrukcje wciągarek okrętowych,
- podzespoły pieców do wytopu aluminium,

W zasadniczej części asortyment pozostałych maszyn i urządzeń dla sektora pozagórniczego ma charakter jednostkowy i jest produkowany w spółce Pioma S.A. na podstawie własnej dokumentacji lub dokumentacji dostarczanej przez odbiorców. W ofercie produkcyjno-handlowej Grupy Kapitałowej asortyment powyżej scharakteryzowanych maszyn i urządzeń znajduje się od grudnia 2005 roku, od momentu przejścia kontroli kapitałowej nad spółką przez Famur.

Strategia spółki w zakresie prac badawczo-rozwojowych koncentruje się na ciągłym unowocześnianiu produkowanych kombajnów oraz innych produkowanych maszyn i urządzeń, uwzględniając pojawiające się nowe rozwiązania techniczne i sugestie odbiorców. W tym celu Famur zatrudnia liczne grono konstruktorów i pracowników zajmujących się wdrażaniem nowych rozwiązań technologicznych. Jednocześnie w roku 2005 spółka wraz z podmiotami zależnymi utworzyła spółkę Polskie Centrum Techniki Górniczej jako podmiot, w którym koncentrować mają się prace badawczo-rozwojowe na potrzeby całej Grupy Kapitałowej i która ma opracowywać koncepcje całkowicie nowych produktów i rozwiązań technologicznych.



## Sprzedaż

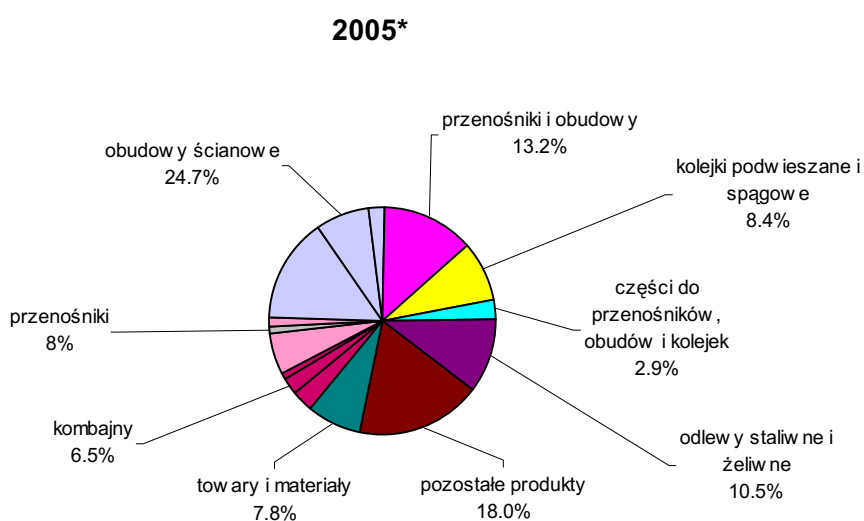
Podstawowy profil działalności operacyjnej Grupy Kapitałowej Famur obejmuje produkcję maszyn i urządzeń dla górnictwa węgla kamiennego. Kluczowe spółki Grupy Famur realizują produkcję maszyn i urządzeń górniczych, które łącznie składają się na tak zwany pełny kompleks ścianowy obejmujący:

- maszynę urabiającą (tzw. kombajn ścianowy),
- przenośniki służące do transportu węgla,
- zmechanizowaną obudowę ścianową chroniącą pracę pracowników obsługujących kombajn oraz zabezpieczającą pozostałe maszyny i urządzenia kompleksu ścianowego.

Przejęte w końcu 2005 roku spółki Pioma oraz Pioma Odlewnia zajmują się produkcją kolejek i systemów transportu pionowego, przenośników taśmowych, konstrukcji i urządzeń wykorzystywanych w przemyśle okrętowym, kolejnictwie, górnictwie odkrywkowym oraz odlewów stalowych i żeliwnych. Grupa Kapitałowa realizuje również produkcję części zamiennych do wytwarzanych przez siebie maszyn oraz świadczy usługi o charakterze remontowym i serwisowym w zakresie produkowanych przez siebie urządzeń.

Produkcja maszyn górniczych składających się na kompleks ścianowy jest ściśle powiązana z wytwarzaniem pozostałych części i podzespołów stanowiących wyposażenie kompleksów ścianowych i urządzeń górniczych, takich jak: przekładnie, silniki elektryczne. Ponieważ większość podzespołów i części wytwarzanych przez spółki Grupy Kapitałowej wykorzystywana jest w maszynach i urządzeniach własnej produkcji, sprzedaż tych elementów zewnętrznym odbiorcom ma relatywnie niewielką wartość.

### Asortymentowa struktura sprzedaży produktów Grupy Famur (wartościowo)



\* dane pro forma

Źródło: Famur S.A.; Millennium DM

Na przestrzeni ostatnich trzech lat w wyniku przeprowadzanych akwizycji struktura sprzedaży uległa znacznym zmianom i stała się bardziej zdywersyfikowana. O ile w roku 2003 dominowały przychody ze sprzedaży kombajnów, to w 2004 roku w następstwie przejęcia spółki Nowomag znacznie wzrósł udział przenośników taśmowych. W 2005 roku w wyniku przejęcia spółek Fazos i Pioma przychody uległy dalszej daleko idącej dywersyfikacji, co widoczne jest zwłaszcza w wynikach pro forma przedstawiających rezultaty spółki w ten sposób jakby przejęte spółki funkcjonowały w strukturze grupy od początku roku obrotowego.

W strukturze sprzedaży Grupy Kapitałowej w 2005 roku według danych pro forma dominowały przychody związane z produkcją obudów zmechanizowanych (25% sprzedaży), które obejmują przychody ze sprzedaży nowych urządzeń, z tytułu modernizacji i remontów oraz ze sprzedaży części zamiennych.

Udział segmentu kombajnów górniczych (sprzedaż nowych urządzeń, dzierżawa, remonty i części zamienne), który w 2003 roku stanowił około 58% sprzedaży Grupy Kapitałowej zmniejszył się w 2005 do około 6.5% według danych pro forma. Zmniejszenie udziału segmentu kombajnów górniczych w przychodach skonsolidowanych wynikało z zasadniczej dywersyfikacji produktowej jaka miała miejsce w 2004 i 2005 roku po przejęciu spółek Nowomag, Pioma i Fazos.

Przychody z segmentu przenośników zgrzeblowych wytwarzanych w Nowomag (nowe urządzenia, remonty i części zamienne) stanowiły w 2005 roku nieco ponad 8% sprzedaży pro forma Grupy.

Łącznie udział najważniejszych źródeł przychodów Grupy obejmujących sprzedaż maszyn i urządzeń wchodzących w skład kompleksu ścianowego (kombajny ścianowe, przenośniki taśmowe i obudowy) stanowił w 2005 roku ponad 50% sprzedaży według danych wynikających ze sprawozdania pro forma za 2005 rok.

Na skutek przejęcia w 2005 roku spółek Pioma i Fazos w przychodach pro forma za rok 2005 oraz w wynikach skonsolidowanych za rok 2006 zdecydowanie wzrosło znaczenie:

- sprzedaży przenośników taśmowych, kolejek podwieszanych i spągowych oraz części zamiennych do tych urządzeń wytwarzanych w Pioma (łącznie maszyny te miały w przybliżeniu 20%-owy udział w sprzedaży pro forma za 2005 rok całej Grupy Kapitałowej);
- sprzedaży odlewów żeliwnych i stalowych (zajmująca się produkcją odlewów spółka Pioma Odlewnia ma ponad 10% udziału w sprzedaży pro forma Grupy za 2005 rok);
- sprzedaży pozostałych urządzeń, przede wszystkim jednostkowych urządzeń i konstrukcji przeznaczonych do kolejnictwa, urządzeń okrętowych, górnictwa odkrywkowego i platform wiertniczych zajmujących się eksploatacją gazu ziemnego, wytwarzanych głównie w spółce Pioma; w grupie pozostałych urządzeń wytwarzanych przez Grupę mieszczą się także takie asortymenty jak pompy zasilające, układy sterownicze, kadłuby spawane, elementy mechaniczne stanowiące uzupełniający element produkcji poszczególnych podmiotów Grupy. Segment pozostałych urządzeń stanowił 18% sprzedaży pro forma Grupy w 2005 roku.

W przypadku całej Grupy Kapitałowej sprzedaż towarów i materiałów posiada stosunkowo niewielkie znaczenie i wynosiła w 2005 roku poniżej 8% w przypadku danych na podstawie sprawozdania pro forma.

Grupa Kapitałowa i wszystkie wchodzące w jej skład spółki produkcyjne są eksporterami znaczącej części produkowanych maszyn. W 2005 roku eksport Grupy, zgodnie z danymi pro forma stanowił

ponad 29.2% przychodów i dotyczył przede wszystkim: remontów i modernizacji obudów ścianowych, sprzedaży części zamiennych do kombajnów, sprzedaży nowych obudów zmechanizowanych, przenośników zgrzebłowych oraz kombajnów urabiających. W rzeczywistości, dodatkowo poprzez pośredników handlowych, zrealizowana została przez podmioty Grupy sprzedaż, klasyfikowana jako krajowa, faktycznie przeznaczona na rynki zagraniczne (Iran i Argentyna), której wartość w 2005 roku wyniosła ponad 47 mln PLN. Uwzględniając sprzedaż zagraniczną, zrealizowaną poprzez krajowych pośredników handlowych, udział eksportu w 2005 roku w przychodach wyniósł około 37% w przypadku danych wynikających ze sprawozdania pro forma.

Istotna część wpływów ze sprzedaży kombajnów ścianowych nie jest prezentowana w powyższych zestawieniach. Wynika to z faktu, że spółka oferuje wytwarzane przez siebie kombajny ścianowe w formie sprzedaży na rynkach zagranicznych, natomiast na rynku krajowym dominującą formą sprzedaży są umowy dzierżawy. Na rynku krajowym bezpośrednia sprzedaż nowych maszyn ma incydentalne, jednostkowe znaczenie.

W efekcie, sprzedaż kombajnów ścianowych prowadzona przez spółkę generuje:

- przychody wykazywane w sprzedaży produktów i usług (w przypadku sprzedaży prowadzonej na rynkach zagranicznych),
- opłaty dzierżawne, klasyfikowane częściowo w przychodach operacyjnych oraz częściowo w przychodach z działalności finansowej (umowy dzierżawy kombajnów traktowane są jako umowy leasingowe).

<b>Przychody Famur z tytułu dzierżaw kombajnów ścianowych (tys. PLN)</b>			
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Przychody z tytułu dzierżaw ogółem, w tym:	19 508	21 790	24 379
- wykazane w działalności operacyjnej	5 766	3 635	7 297
- wykazane w działalności finansowej (leasing finansowy)	13 742	18 155	17 082

*Źródło: Famur S.A.; Millennium DM*

W przypadku Grupy Famur na uwagę zasługuje fakt, że istotną rolę w strukturze przychodów pełni sprzedaż części zamiennych oraz usług remontowych. Są to stosunkowo stabilne źródła przychodów nawet w okresach dekoniunktury i powodują wygładzenie cykli koniunkturalnych.

Eksport jest natomiast podstawowym kierunkiem sprzedaży kombajnów górniczych. Na strukturę geograficzną sprzedaży kombajnów górniczych silnie wpływa zróżnicowanie stosowanych przez spółkę form zbytu, które na rynku krajowym polegają na zawieraniu umów najmu, podczas gdy na rynkach zagranicznych opierają się o jednorazowe kontrakty sprzedaży danego urządzenia. W 2005 roku sprzedaż nowych kombajnów na rynku krajowym dotyczyła w przeważającej mierze sprzedaży na rynki zagraniczne, realizowanej poprzez krajowego pośrednika (Kopex S.A.).

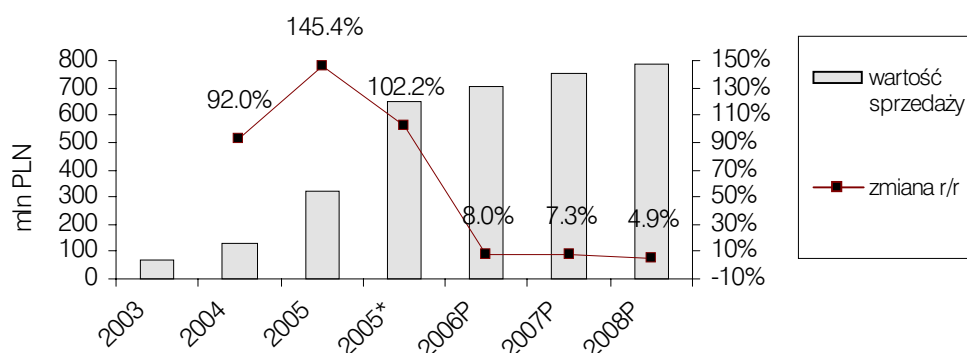
## **Wartość sprzedaży**

Podstawową przyczyną dynamicznego wzrostu przychodów spółki w okresie 2003-2005 było przeprowadzenie szeregu akwizycji komplementarnych podmiotów krajowych oraz wdrożenie w nich skutecznych programów restrukturyzacyjnych. Istotne znaczenie miała też koniunktura na rynku węgla

kamiennego i innych surowców energetycznych spowodowana znacznym wzrostem ich cen na rynkach światowych.

W okresie tym Famur przejął kolejno kontrolne pakiety w następujących spółkach: Nowomag (2003), Fazos i Pioma (2005). Przejęcia przyczyniały się do rozwoju Grupy Kapitałowej i zwiększenia jej potencjału produkcyjnego oraz znacznego wzrostu sprzedaży (dane skonsolidowane za rok 2005 nie uwzględniają jeszcze pełnego efektu przejścia spółek Fazos i Piomy dlatego bardziej miarodajne jest odnoszenie się do wyników 2005 pro forma).

#### Wartość i dynamika sprzedaży spółki w ujęciu wartościowym



\* dane pro forma

Źródło: Famur S.A.; P- prognozy Millennium DM

Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia spółki na polu przejęć, nie wykluczamy dalszego dynamicznego wzrostu sprzedaży poprzez kolejne akwizycje. Nasze prognozy opierają się na założeniu organicznego wzrostu spółek grupy. Nasza prognoza sprzedaży na rok bieżący jest nieznacznie niższa od prognozy spółki. W latach 2007 i 2008 założyliśmy wzrosty sprzedaży na poziomach odpowiednio 7.3 i 4.9%. Naszym zdaniem obecne korzystne ceny węgla skłonią kopalnie do zwiększonych inwestycji i spółka odnotuje wzrosty sprzedaży zarówno na rynku krajowym, jak i w eksporcie.

Duże znaczenie dla spółki dla wzrostu sprzedaży na rynku krajowym będzie miało ściśle egzekwowanie przepisów prawa górniczego, zgodnie z którym producent danej maszyny powinien być także dostawcą części zamiennych i wykonawcą remontów. Grupa Famur przewiduje, że powinno to pozwolić jej na wyraźne zwiększenie sprzedaży w zakresie części zamiennych i remontów w obudowach i przenośnikach zgrzebłowych, gdzie jej udział w rynku w zakresie maszyn jest wyższy niż w sprzedaży części zamiennych.

## Rynki

Głównym kierunkiem sprzedaży spółki jest rynek krajowy. W okresie ostatnich trzech lat udział eksportu w przychodach wahał się w przedziale 20.8-42.5% (uwzględniając eksport realizowany przez pośredników krajowych).

Głównym kierunkiem eksportu dla podstawowych maszyn, urządzeń, podzespołów i części zamiennych Grupy Famur są: Czechy i Rosja. W 2005 roku Famur rozszerzył rynki eksportowe o Argentynę oraz Iran. Poza wyżej wymienionymi rynkami, w których spółka w podstawowych swoich asortymentach (zwłaszcza

w Czechach) ma silną pozycję, Grupa Famur eksportuje swoje maszyny i podzespoły na wiele innych rynków, których znaczenie jest jednak znacznie mniejsze (Hiszpania, RPA, Szwecja, Holandia, Niemcy, Norwegia i Dania).

Do głównych krajowych odbiorców Grupy Famur należą krajowe spółki węglowe: Kompania Węglowa S.A., Katowicki Holding Węglowy S.A. oraz Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. Skupiają one ponad 90% krajowych kopalń węgla kamiennego i są głównymi odbiorcami maszyn górniczych na rynku krajowym, usług remontowych i części zamiennych produkowanych przez spółkę. Szacujemy, że udział tych trzech spółek w przychodach ogółem Grupy Famur w 2005 roku (pro forma) wyniósł 30-40%.

W 2005 roku, jednorazowo w przychodach spółki istotny udział miała spółka Kopex, za pośrednictwem której Grupa Kapitałowa zrealizowała dostawę kompletnego kompleksu ścianowego do Argentyny.

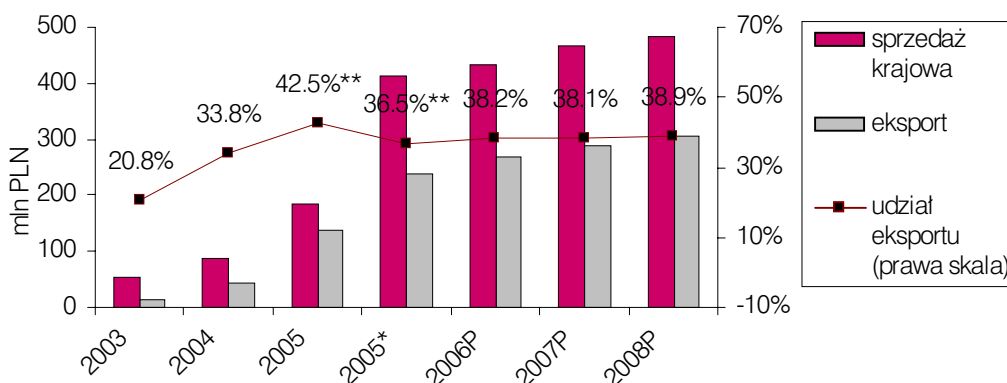
Obecna grupa odbiorców Grupy Famur na rynku krajowym jest ściśle określona. Są to przede wszystkim kopalnie węgla kamiennego. Na rynkach zagranicznych występuje większa dywersyfikacja branż i odbiorców.

W naszej ocenie nie istnieje uzależnienie od któregośkolwiek z odbiorców spółki jako pojedynczych podmiotów. Natomiast można mówić o dużej koncentracji sprzedaży spółki do jednego sektora gospodarki, jakim jest górnictwo głębinowe. Spółka skutecznie zmniejsza ryzyko prowadzonej działalności poprzez dywersyfikację rynków zbytu. Na rynkach zagranicznych dystrybucja produktów spółki przybiera formę sprzedaży bezpośredniej bądź sprzedaży przez pośredników (np. rynek hiszpański). Famur nie posiada stałych umów o współpracy z odbiorcami.

Sprzedaż maszyn produkowanych przez spółkę na rynku polskim odbywa się przede wszystkim w drodze udziału w przetargach organizowanych przez krajowe spółki węglowe (w trybie ustawy o zamówieniach publicznych) oraz indywidualnie negocjowanych kontraktów zawieranych z zainteresowanymi odbiorcami (w przypadku rynków zagranicznych).

Rozwijanie eksportu oraz szersze zaistnienie na rynkach zagranicznych jest kluczowe dla długoterminowych perspektyw spółki. Wynika to z faktu, że prawdopodobnie krajowe wydobycie węgla i związany z tym popyt na maszyny górnicze może się powoli w Polsce obniżyć. Odmienne sytuacja będzie się przedstawiać na rynkach zagranicznych zlokalizowanych poza Europą oraz wybranych rynkach Europy (Rosja, Ukraina, Rumunia), gdzie ze względu na niższe koszty wydobycia produkcja węgla będzie rosła. Szacujemy, że udział eksportu wzrośnie w latach 2005-2008 z 36.5% do 38.9%. W perspektywie 10-cio letniej spodziewamy się wzrostu udziału eksportu w sprzedaży do 46%.

#### Sprzedaż spółki w rozbiciu na eksport i sprzedaż krajową



\* dane pro forma; \*\* uwzględniając eksport zrealizowany przez pośredników krajowych

Źródło: Famur S.A.; P- prognozy Millennium DM

Biorąc pod uwagę omówione powyżej kierunki eksportu, przychody eksportowe spółki są w istotnym stopniu uzależnione zarówno od kursu EUR/PLN, jak i kursu USD/PLN. Umacnianie się złotego w stosunku do tych walut ma niekorzystny wpływ na wyniki spółki, co wynika z niskiego udziału kosztów denominowanych w walutach obcych w kosztach spółki.

W przypadku Grupy Kapitałowej Famur nie występuje zjawisko sezonowości. Naszym zdaniem występuje jednak nieregularność w generowaniu przychodów i zysków pomiędzy poszczególnymi kwartałami, ze względu na dużą wartość jednostkową maszyn i zawieranych kontraktów oraz różnic w rentowności uzyskiwanej na pojedynczych kontraktach oraz na poszczególnych typach maszyn.

## Koszty

W strukturze kosztów spółki dominują koszty zużycia materiałów i energii, których udział w 2005 roku wyniósł 63.2%. Trochę mniejsze znacznie mają koszty osobowe (18.8%) oraz usługi obce (13.3%). Amortyzacja nie ma dużego udziału w strukturze kosztów rodzajowych (2.4%). Pozostałe kategorie kosztów mają marginalne znaczenie.

Wysoki udział kosztów materiałów i energii w kosztach operacyjnych ogółem wynika z dużej materiałochłonności produkcji spółki i jest to zjawisko charakterystyczne dla spółek o podobnym profilu działalności. Największy udział w kosztach materiałów i energii mają materiały hutnicze. Ich udział w kosztach produkcji maszyn i urządzeń kształtuje się na poziomie około 30-50% (w zależności od typu urządzenia). Wysoki udział materiałów hutniczych może sugerować dużą wrażliwość wyników na ich zmiany cen. Pomimo znacznych wzrostów cen stali i żeliwa w 2004 roku, spółka z dużą łatwością przeniosła ten rosnący koszt na odbiorców. Świadczy to z jednej strony o silnej pozycji konkurencyjnej spółki, z drugiej strony należy pamiętać, że działo się to w okresie dobrej koniunktury na rynku węgla, co ułatwiło spółce przeniesienie kosztów na sprzedaż. W sytuacji pogorszenia koniunktury w branży górniczej rosnące ceny materiałów przełożyłyby się na zmniejszenie marż producentów maszyn dla górnictwa.

Struktura kosztów według rodzaju Grupy Famur								
Rodzaj kosztów	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Amortyzacja	5.3%	4.6%	2.4%	3.3%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%
Zużycie materiałów i energii	54.1%	56.4%	63.2%	57.6%	56.4%	56.1%	56.0%	55.6%
Usługi obce	6.9%	8.4%	13.3%	8.4%	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%
Koszty osobowe	29.4%	26.9%	18.8%	27.5%	28.2%	28.5%	28.4%	28.8%
Podatki i opłaty	2.5%	2.4%	1.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
Pozostałe	1.8%	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

Źródło: Famur S.A.; Millennium DM

Poza materiałami hutniczymi (żelazo, surówka, blachy, konstrukcje spawane, obudowy żeliwne, rury, kształtowniki itp.), na koszty materiałów i energii składają się części i podzespoły (elementy hydrauliczne, łożyska, silniki elektryczne, systemy automatyzacji, elektroniczne systemy sterowania itp.). Grupa dostawców jest liczna i silnie zdywersyfikowana. Nie można mówić o uzależnieniu spółki od któregośkolwiek dostawcy. Zdecydowana większość dostawców to podmioty krajowe.

W polityce restrukturyzacyjnej przejmowanych przez Famur podmiotów bardzo ważną rolę odgrywała weryfikacja portfela dostawców. Niewłaściwie prowadzona polityka zaopatrzeniowa (często poprzez pośredników) w okresie przed przejściem przez Famur w takich spółkach jak Fazos czy Pioma negatywnie wpływała na wyniki finansowe tych przedsiębiorstw. Po przejściu, w stosunkowo krótkim czasie wyniki (bardzo dobrym przykładem jest Fazos) ulegały znacznej poprawie czego jedną z głównych przyczyn był spadek kosztów dostaw.

Koszty osobowe na poziomie około 18.8%, są po kosztach materiałów i energii drugą największą grupą kosztów. Duży ich udział wynika z dużej wartości dodanej w produktach spółki i faktu, że spółka prowadzi produkcję jednostkową lub w małych seriach, co znacznie podwyższa pracochłonność produkcji. Sądzimy, że w spółkach Grupy Kapitałowej, zwłaszcza tych przejętych w 2005 roku jest jeszcze duży potencjał restrukturyzacji zatrudnienia. W naszej opinii spółka będzie restrukturyzować zatrudnienie stopniowo, systematycznie zwiększając wydajność na jednego pracownika. Powolne redukowanie personelu pozwoli spółce częściowo zneutralizować nieuchronny w warunkach rosnącej gospodarki proces wzrostu poziomu wynagrodzeń.

Na stosunkowo niskim poziomie są koszty amortyzacji spółki. Z jednej strony jest to związane ze specyfiką działalności spółki, a z drugiej wynika z wykorzystywania w pełni sprawnego, aczkolwiek w dużym stopniu zamortyzowanego majątku produkcyjnego. W najbliższych latach przewidujemy lekki wzrost udziału kosztów osobowych i usług obcych (rosnące płace) oraz tendencję spadkową udziału materiałów i energii.

## **Nakłady inwestycyjne i strategia rozwoju**

W okresie ostatnich lat większość inwestycji spółki była skoncentrowana w obszarze inwestycji kapitałowych. Famur prowadził bardzo intensywną i efektywną (z punktu widzenia generowania dodatkowej wartości) politykę przejęć. W wyniku przeprowadzonych akwizycji w ciągu zaledwie kilku lat powstała silna grupa zintegrowana poziomo, oferująca urządzenia i maszyny dla sektora węgla kamiennego.

Inwestycje o charakterze kapitałowym przeprowadzone w latach 2003 - 2005 przede wszystkim obejmowały:

- zakup w 2003 roku pakietu 93.2% akcji spółki Nowomag S.A.; w wyniku przeprowadzonego w 2005 roku przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych, udział Famur S.A w kapitale akcyjnym Nowomag zwiększył się na koniec 2005 roku do 100%,
- zakup w marcu i kwietniu 2005 roku pakietu 85.2% akcji spółki Fazos S.A., a następnie udział w podwyższeniu kapitału zakładowego tej spółki w wyniku czego udział spółki Famur S.A. w kapitale akcyjnym Fazos S.A. wzrósł do 95.84% na koniec 2005 roku; na podstawie uruchomionej w grudniu 2005 roku procedury wykupu akcjonariuszy mniejszościowych w marcu 2006 roku udział Famur S.A. w kapitale akcyjnym Fazos S.A. został podwyższony do 100%,
- objęcie udziałów w nowoutworzonych w 2005 roku spółkach Polskie Centrum Techniki Górniczej Sp. z o.o. i Polskie Maszyny Górnicze S.A.; celem tych inwestycji przeprowadzonych wspólnie przez Famur i spółki zależne NOWOMAG S.A. i FAZOS S.A. było zwiększenie potencjału Grupy Kapitałowej w dziedzinie badań i rozwoju oraz optymalizacja procesu sprzedaży maszyn górniczych na rynkach zagranicznych.

- nabycie w 2005 roku pakietu 2.84% akcji w Fabryce Maszyn Glinik S.A.,
- zakup w grudniu 2005 roku pakietu 93.82% akcji Fabryki Maszyn Górniczych Pioma S.A. wraz z podmiotem zależnym Pioma Odlewnia Sp. z o.o.; w pierwszym kwartale 2006 roku prowadzony jest wykup akcji od pozostałych akcjonariuszy, w wyniku którego na dzień dzisiejszy udział Famur S.A. w kapitale akcyjnym Pioma zwiększył się do 95.56%.

Dodatkowo w 2004 roku, spółka kupiła 989 831 akcji Zakładów Mechanicznych Zamet S.A. z siedzibą w Tarnowskich Górach, stanowiących 62.3% jej kapitału akcyjnego. Zamet jest producentem maszyn i urządzeń, między innymi dla sektora hutniczego w Polsce. W ramach porządkowania struktury i profilu działalności operacyjnej Grupy Kapitałowej Famur i koncentracji na ściśle określonym charakterze produkcji, akcje Zamet zostały sprzedane przez Famur w 2004 roku na rzecz spółki Bradus. We wrześniu 2005 roku Famur kupił kolejny pakiet akcji Zamet w ilości 199 077 akcji, który następnie w październiku 2005 roku także został sprzedany na rzecz Bradus.

#### Inwestycje kapitałowe Grupy Kapitałowej w okresie 2003-2005 (tys. PLN)

Przedmiot inwestycji	Wartość nabycia	Wielkość nabytego pakietu	Forma inwestycji
Fazos S.A. W tm:	61826	95.8%	
- zakup akcji	47421	85.2%	zakup akcji
- podwyższenie kapitału	14405	10.6%	podwyższenie kapitału
Zamet S.A.	11557	74.8%	zakup akcji
Nowomag S.A.	4391	100.0%	zakup akcji
Pioma S.A.	107565	93.8%	zakup akcji
Polskie Centrum Techniki Górniczej Sp. Z o.o.	505	100.0%	objęcie udziałów
Polskie Maszyny Górnicze S.A.	505	100.0%	objęcie akcji
Fabryka Maszyn Glinik S.A.	1005	2.8%	zakup akcji

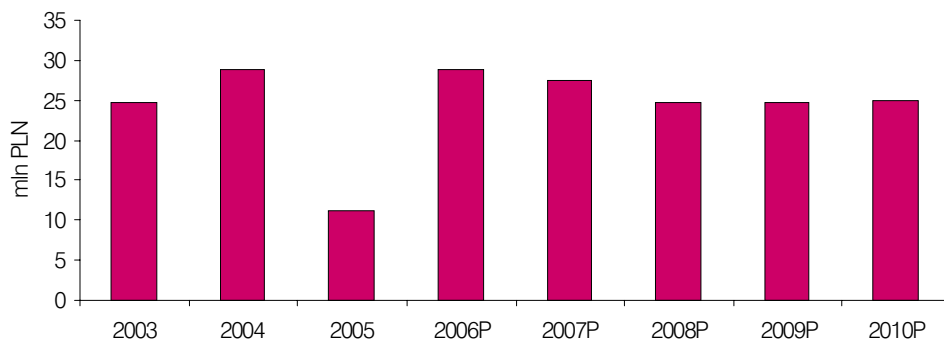
Źródło: Famur S.A.; Millennium DM

W okresie ostatnich trzech lat poziom inwestycji w rzeczowe aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne Grupy Famur był na stosunkowo niskim poziomie. Miały one charakter głównie modernizacyjno-odtworzeniowy. Służyły one zwiększaniu i unowocześnianiu potencjału produkcyjnego oraz unowocześnieniu i modernizacji rozwiązań technologicznych i konstrukcyjnych w zakresie produkowanych urządzeń.

Głównym źródłem finansowania nakładów inwestycyjnych Grupy Kapitałowej w latach 2003 - 2004 były środki własne w postaci generowanej nadwyżki finansowej, to jest zysku netto i amortyzacji. W 2005 roku Grupa Kapitałowa w związku z realizacją dwóch dużych projektów akwizycyjnych, których łączna wartość wyniosła ponad 170 mln PLN w istotnym stopniu wykorzystwała finansowanie dłużne - długoterminowe kredyty inwestycyjne oraz odroczone płatności (zabezpieczone weksłowo zobowiązania w stosunku do podmiotów, zbywających udziały w przejmowanych przedsiębiorstwach).



### Inwestycje (capex) Grupy Kapitałowej w okresie 2003-2010



Źródło: Famur S.A., Millennium DM

Na bieżący rok spółka planuje wzrost nakładów inwestycyjnych w porównaniu do lat poprzednich. Wynika to głównie ze wzrostu wielkości Grupy Kapitałowej oraz działań restrukturyzacyjnych w przejętych spółkach. Planowane inwestycje Grupy Kapitałowej Famur dotyczyć będą głównie unowocześnienia i uzupełnienia parku maszynowego w spółce Famur S.A. (10 mln PLN) oraz w przejętych w 2005 roku spółkach Pioma (10.7 mln PLN) i Pioma Odlewnia (2.25 mln PLN).

Łącznie przewidywane wydatki inwestycyjne Grupy Famur, przeznaczone na zakup wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych wyniosą w 2006 roku 28 900 tys. PLN.

Strategia spółki nakierowana na przejęcia konkurencyjnych podmiotów z branży maszyn i urządzeń dla górnictwa węgla kamiennego przyniosła spółce w ostatnich latach znaczną poprawę konkurencyjności oraz dzięki umiarkowanym płaconym cenom za nabywane aktywa oraz sprawnie wdrażanym procesom restrukturyzacyjnym - znaczny wzrost wartości grupy.

W szczególności efektami realizowanej strategii przejęć były:

- uzyskanie możliwości oferowania praktycznie pełnej oferty maszyn i urządzeń górniczych - doskonale ze sobą współpracujących,
- połączenie w jednej grupie produkcyjnej, podmiotów z których każdy posiada w obszarze swojej podstawowej specjalizacji produkcyjnej pozycję jednego z dwóch najsilniejszych producentów w kraju oraz rozpoznawalną markę na rynkach eksportowych,
- stworzenie możliwości prowadzenia skoordynowanej polityki handlowej i sprzedaży na rynkach eksportowych,
- koncentracja części funkcji zarządczych takich jak handel, obsługa finansowa i księgowość, zarządzanie finansowe w jednym centrum decyzyjnym (Famur S.A.),
- znaczące oszczędności w zatrudnieniu,
- zwiększenie konkurencyjności cenowej dzięki przeprowadzonej restrukturyzacji kosztowej,

- zwiększenie zdolności do pozyskiwania finansowania przez Grupę Kapitałową,
- wzmocnienie pozycji przetargowej wobec odbiorców, dostawców i partnerów handlowych.

W najbliższych latach strategia spółki koncentrować się będzie na następujących kluczowych kierunkach:

- zwiększeniu udziałów rynkowych w zakresie dotychczas oferowanych maszyn i urządzeń poprzez akwizycje wybranych polskich lub zagranicznych konkurentów oraz poprzez wzrost organiczny,
- stopniowej dywersyfikacji obecnego zakresu działalności poprzez rozszerzanie asortymentu maszyn i urządzeń produkowanych dla górnictwa oraz wprowadzanie do produkcji nowych typów i konstrukcji maszyn i urządzeń znajdujących zastosowanie w innych poza przemysłem wydobywczym branżach,
- dynamicznym zwiększaniu sprzedaży eksportowej zarówno na obecnych jak i nowych rynkach - tam gdzie przewidywane są znaczące inwestycje w zwiększanie produkcji węgla kamiennego oraz na rynkach, na które w przeszłości poszczególne podmioty Grupy Famur realizowały duże dostawy,
- rozwoju technologicznym i konstrukcyjnym produkowanych maszyn i urządzeń.

Ważnym elementem strategii rozwojowej Grupy Kapitałowej będą dalsze akwizycje kolejnych producentów maszyn i urządzeń o jednostkowym charakterze i wysokim stopniu zaawansowania technologicznego. Potencjalnymi celami akwizycyjnymi dla spółki w najbliższym okresie będą:

- podmioty, dzięki przejęciu których możliwe będzie zwiększenie udziału w rynku w segmentach, na których już działają podmioty tworzące Grupę Famur. Obecnie kilka podmiotów polskich i zagranicznych spełnia powyższe kryterium oraz jest ocenianych przez spółkę jako atrakcyjne cele inwestycyjne, zgodnie z planem rozwoju w najbliższych latach. Podmioty te w latach 2004-2005 osiągały sprzedaż w przedziale od 50 do 200 mln PLN i realizowały dodatnią rentowność. Zamierzeniem spółki jest zakup jednego do dwóch podmiotów, zapewniających wzrost udziału w rynkach, na których już działają podmioty Grupy Kapitałowej,
- producenci i firmy, dzięki którym możliwa będzie dywersyfikacja produktowa, branżowa i geograficzna sprzedaży. Obecnie spółka analizuje sytuację i działalność kilku krajowych i zagranicznych firm, których przejęcie pozwoliłoby na dywersyfikację produktową i branżową. Profil technologiczny analizowanych podmiotów jest zbliżony do specyfiki podmiotów tworzących Grupę Kapitałową. Celem spółki jest realizacja w latach 2006 - 2007 kilku inwestycji kapitałowych, spełniających kryterium dywersyfikacji produktowej lub branżowej.

W naszych prognozach i wycenie nie uwzględniliśmy planów dalszych akwizycji spółki. Pomimo, że uważamy kolejne akwizycje wysoce prawdopodobne w okresie najbliższych lat, to ze względu na fakt, że znajdują się jeszcze w fazie planów (brak uzgodnień ze stronami sprzedającymi) to prawdopodobieństwo ich przeprowadzenia oraz ich koszty i wpływ na przyszłe wyniki Grupy trudno jest obecnie oszacować.

## Sytuacja finansowa i prognozy

Ze względu na przeprowadzone w 2005 roku inwestycje kapitałowe spółki, polegające na przejęciu spółek: Fazos (marzec 2005) oraz Pioma (grudzień 2005), w celu lepszej możliwości oceny sytuacji finansowej Grupy Kapitałowej, jako bardziej miarodajne w odniesieniu do prezentacji przychodów i zysków uważamy dane finansowe pro forma za 2005 rok sporządzone według MSSF. Umożliwiają one prezentację wpływu powyższych transakcji na skonsolidowany rachunek zysków i strat tak jakby miały one miejsce na dzień 31.12.2004 roku.

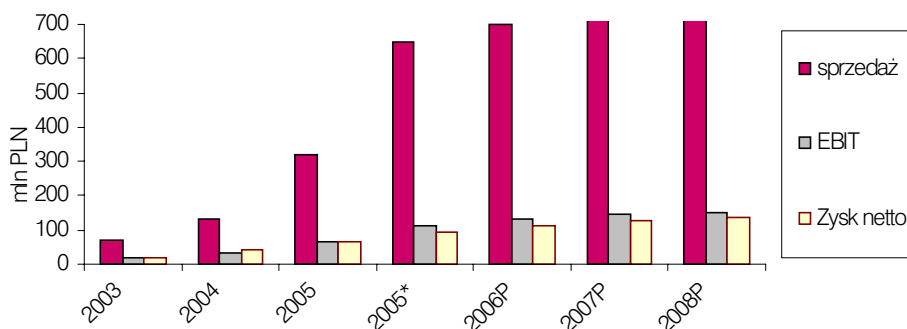
Grupa Kapitałowa Famur w okresie ostatnich trzech lat obrotowych utrzymywała płynność finansową na bezpiecznym poziomie. Dysponowała w tym okresie relatywnie wysokim poziomem środków obrotowych, który przekraczał wartość zobowiązań krótkoterminowych. Obniżenie wskaźników płynności w 2005 roku wynikało z przejściowego wzrostu zobowiązań krótkoterminowych o charakterze inwestycyjnym, związanych z odroczeniem części płatności z tytułu zakupu akcji spółek Pioma oraz Fazos.

Działalność Famur charakteryzuje się relatywnie długimi cyklami rotacji składników majątku obrotowego. Realizacja procesu produkcyjnego wytwarzanych maszyn górniczych jak również czas realizacji remontów i modernizacji trwa średnio około trzech miesięcy. Jednocześnie średni termin spływu należności waha się na poziomie około 130 dni i jest dłuższy niż cykl płatności zobowiązań handlowych. W efekcie odzyskanie zaangażowanej gotówki trwa średnio około 190 dni.

W latach 2003 - 2004 Grupę Kapitałową charakteryzował niewielki poziom zadłużenia. Wartość wszystkich zobowiązań kształtowała się na poziomie około 25%. Przeprowadzone w 2005 roku inwestycje kapitałowe (zakup akcji spółek Fazos oraz Pioma) zostały sfinansowane częściowo środkami obcymi w postaci kredytów bankowych oraz krótkoterminowych zobowiązań inwestycyjnych (weksle). W efekcie, zadłużenie na koniec 2005 roku znacząco wzrosło. Wskaźnik zadłużenia ogólnego w przypadku Grupy Kapitałowej przekroczył 64%. W I kwartale 2006 roku poziom zadłużenia uległ obniżeniu, przede wszystkim na skutek wysokiej rentowności działalności operacyjnej i skrócenia cyklu operacyjnego, co pozwoliło uwolnić środki pieniężne.

Przejęcie w roku 2002 większościowego pakietu akcji przez inwestora prywatnego zapoczątkowało proces jej intensywnej restrukturyzacji i było początkiem tworzenia silnej Grupy Kapitałowej. W roku 2003 przeprowadzono restrukturyzację działalności Famur S.A., co pozwoliło na osiągnięcie znacznych oszczędności kosztowych i poprawy jej wyników finansowych. Cechą charakterystyczną wyników w następnych latach był dynamiczny wzrost skali działania przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiej rentowności. Wzrost wielkości przychodów jest efektem przede wszystkim dokonanych akwizycji w latach 2003 i 2005, polegających na przejęciu spółek produkcyjnych o profilu komplementarnym: Nowomag S.A. (październik 2003), Fazos (kwiecień 2005) oraz Pioma (grudzień 2005).

### Wyniki finansowe Grupy Famur



\* dane pro forma

Źródło: Famur S.A.; P- prognozy Millennium DM

W przypadku każdej ze spółek była dokonywana restrukturyzacja oraz wprowadzany był jednolity model zarządzania, dzięki czemu ich wyniki ulegały szybkiej poprawie niedługo po przejęciu. Głównymi elementami restrukturyzacji najczęściej były: optymalizacja źródeł, cen i warunków zaopatrzenia w materiały, zmniejszenie kosztów usług obcych oraz sprzedaż majątku nieprodukcyjnego. Działania te dawały szybki efekt w postaci wzrostu rentowności. Poza powyżej opisanymi działaniami na bardzo dobre wyniki działalności operacyjnej spółki w ostatnich latach złożyły się następujące czynniki:

- ❑ restrukturyzacja kosztowa przeprowadzona w Famur S.A. i spółkach zależnych,
- ❑ wprowadzenie koordynacji w zakresie polityki zaopatrzenia oraz wdrożenie modelu zarządzania stosowanego przez spółkę w innych podmiotach wchodzących w skład Grupy Kapitałowej (przede wszystkim w Nowomag, Fazos, Pioma),
- ❑ rozbudowa Grupy Kapitałowej prowadzona w kierunku uzyskania komplementarności produkcji w ramach segmentu maszyn górniczych wykorzystywanych do eksploatacji złóż węgla kamiennego (kombajny górnicze, przenośniki, obudowy ścianowe, elementy do mechanicznej przeróbki surowców, kolejki górnicze, urządzenia wyciągowe); dokonane inwestycje pozwoliły Grupie Kapitałowej stać się jedynym w Polsce dostawcą pełnych kompleksów ścianowych,
- ❑ umocnienie pozycji w segmencie kombajnów ścianowych i zmechanizowanych obudów ścianowych na rynkach eksportowych, w szczególności w Czechach i Rosji,
- ❑ nakłady ponoszone na badania i rozwój w zakresie nowych rozwiązań technicznych spełniających wymogi odbiorców, które pozwoliły na wdrażanie do produkcji nowych rozwiązań konstrukcyjnych,
- ❑ znaczna poprawa koniunktury w polskim i światowym górnictwie węglowym, zwiększająca wysokość nakładów inwestycyjnych realizowanych przez spółki i przedsiębiorstwa węglowe,
- ❑ zadawalający poziom kursów walutowych, pozwalających przy cenach dewizowych uzyskiwanych na rynkach eksportowych na utrzymywanie wysokiej rentowności sprzedaży zagranicznej.

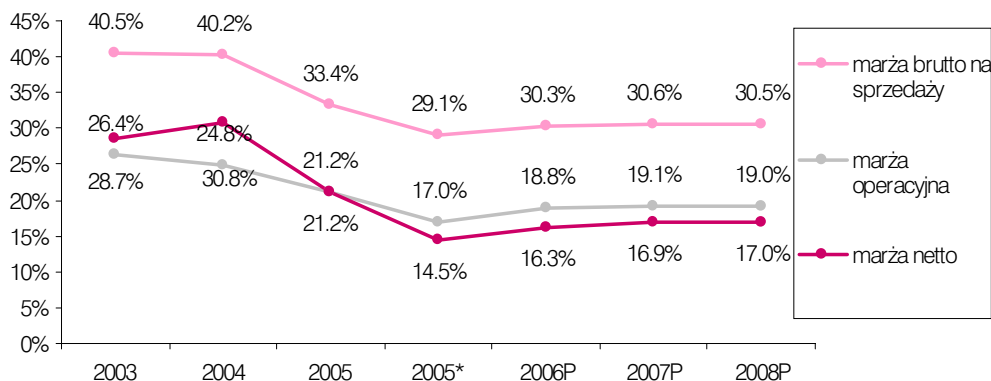
Poziom wskaźników rentowności operacyjnej oraz rentowności netto spółki należy do najwyższych w branży produkcji maszyn i urządzeń górniczych. W 2005 roku rentowność operacyjna oraz rentowność netto wyniosła dla Grupy Kapitałowej odpowiednio 21.15% i 21.19%. Charakterystyczną cechą kształtowania się wskaźników rentowności sprzedaży w latach 2003 - 2005 oraz w I kwartale 2006 roku był tylko nieznacznie niższy poziom rentowności netto w stosunku do rentowności operacyjnej. Wynika to przede wszystkim z faktu zaliczania części przychodów związanych z podstawową działalnością operacyjną (część opłat z tytułu dzierżawy kombajnów) do przychodów finansowych, ze względu na klasyfikowanie ich jako przychodów z tytułu leasingu. W miarę powiększania się grupy kapitałowej wpływ tego zaburzenia na wyniki grupy jest coraz mniejszy.

Wysoka rentowność sprzedaży na każdym poziomie działalności przekłada się na bardzo wysokie wskaźniki rentowności aktywów i kapitału własnego, które w roku 2005 wynosiły na poziomie skonsolidowanym 15% i 36%.

W latach 2004-2005 Famur nie wypłacał dywidendy. Jest to całkowicie zrozumiałe ze względu na potrzeby jakie spółka miała w związku z prowadzoną polityką przejęć. Zgodnie z deklaracją spółki także w odniesieniu do zysku za rok obrotowy 2005 i 2006 zarząd spółki będzie wnioskował o pozostawienie go w całości w spółce. Spółka tłumaczy to zamiarem kontynuacji w okresie trzech najbliższych lat intensywnego programu rozwoju i inwestycji (głównie poprzez akwizycje). Począwszy od 2007 roku

spółka deklaruje zamiar wypłacania dywidendy na poziomie 25-50%. Przy braku akwizycji, a na bazie takiego scenariusza sporządzone są nasze prognozy wyników dla spółki, nie widzimy przeszkód w wypłacaniu nawet całości zysku począwszy już od roku przyszłego. Dzięki wpływom z emisji i wysokim dodatnim przepływom operacyjnym już na koniec bieżącego roku poziom gotówki będzie przekraczał wartość zobowiązań finansowych. Dług netto mógłby wystąpić jedynie w przypadku niepowodzenia emisji akcji serii B lub znacznego jej ograniczenia.

### Historyczne i prognozowane marże spółki



\* dane pro forma

Źródło: Famur S.A.; P - prognozy Millennium DM

W okresie ostatnich trzech lat (zwłaszcza w roku 2005) rentowność Grupy Famur miała tendencję spadkową. Wynika to przede wszystkim z przejęcia podmiotów charakteryzujących się niższą sprawnością zarządzania przez poprzednich właścicieli i realizujących niższe marże (Fazos i Pioma). Na bieżący rok zakładamy wzrost rentowności co będzie rezultatem wdrożenia programu restrukturyzacyjnego w przejętej pod koniec 2005 roku spółce Pioma. W następnych latach spodziewamy się stabilizacji realizowanych marż.

### Porównanie prognoz spółki z prognozami Millennium DM

	Prognoza spółki			Prognoza Millennium		
	2006P	Wykonanie po I kw. '06	2007P	2006P	Wykonanie po I kw. '06	2007P
Sprzedaż	702.9	19.4%	b.d.	701.3	19.4%	752.5
EBITDA	155.6	20.2%	b.d.	150.0	20.9%	164.7
EBIT	139.7	19.1%	b.d.	131.8	20.2%	143.4
Zysk netto	116.1	19.8%	b.d.	114.1	20.1%	127.5

Źródło: Famur SA; Millennium DM

Przy sporządzaniu prognoz przychodów dla spółki na rok bieżący (wzrost o 8% w stosunku do sprzedaży pro forma za 2005 rok) wzięliśmy pod uwagę szacunki spółki, która stworzyła swoją prognozę w oparciu o aktualnie zgłoszone ze strony odbiorców krajowych i zagranicznych zapotrzebowanie na maszyny i urządzenia produkowane przez Grupę Famur oraz historyczne dane w zakresie wysokości zamówień poszczególnych klientów. Wzrost marż jakie założyliśmy wynika głównie z wdrażanej restrukturyzacji w przejętej w grudniu ubiegłego roku spółce Pioma, której efekty powinny być widoczne głównie w II połowie roku. Sądzymy, że poszerzenie Grupy Kapitałowej w roku ubiegłym pozwoli spółce na wykorzystanie dalszych efektów synergii zarówno po stronie kosztów, jak i przychodów. Spodziewana korzystna koniunktura w branży wydobywania węgla - zarówno w Polsce, jak i na rynkach eksportowych będzie miała pozytywny wpływ na wyniki spółki.

Prognozy przygotowane dla spółki na rok bieżący są nieznacznie niższe od prognoz przygotowanych przez spółkę. Pomimo, że po I kw. wykonanie prognoz wynosi około 20% to uważamy, że spółka ma duże szanse nadrobić zaległości w II połowie roku. Należy brać pod uwagę fakt, że w przejętej pod koniec 2005 roku spółce Pioma proces restrukturyzacyjny dopiero zaczął być wdrażany i brak jeszcze pełnych jego efektów. Dodatkowo, pomimo braku sezonowości w branży, to istnieją wahania pomiędzy poszczególnymi kwartałami z uwagi na wysoką wartość pojedynczych zamówień.

## Analiza SWOT

### Silne strony

- ❑ utrzymująca się dobra koniunktura na światowym i polskim rynku węgla kamiennego,
- ❑ silna pozycja na rynku krajowym w głównych produktach,
- ❑ wysoki udział sprzedaży na rynkach zagranicznych,
- ❑ silna pozycja konkurencyjna spółki w kraju i na rynkach eksportowych,
- ❑ wysokie wskaźniki zwrotu z kapitału własnego,
- ❑ bezpieczna struktura finansowania,
- ❑ komplementarność oferty w ramach Grupy Kapitałowej,
- ❑ wysokie bariery wejścia w branży,
- ❑ unikalne wysokie kompetencje technologiczne i konstrukcyjne wsparte wieloletnim doświadczeniem,
- ❑ silny i efektywny nadzór właścicielski,
- ❑ doświadczenie w realizacji projektów akwizycyjnych i restrukturyzacyjnych,
- ❑ istotna część przychodów generowana ze sprzedaży leasingowej, serwisowej oraz części zamiennych co zmniejsza uzależnienie od wahań koniunktury w branży,

### Słabe strony

- ❑ powiązanie z koniunkturą w branży górnictwa węgla kamiennego,
- ❑ ograniczona dywersyfikacja sprzedaży,
- ❑ wysoki udział kosztów stali w kosztach wytworzenia,
- ❑ spadające w ostatnich latach wydobywanie węgla kamiennego w Polsce,

### Szanse

- ❑ postępująca restrukturyzacja kosztowa Grupy,
- ❑ plany akwizycji podmiotów w branży,
- ❑ korzystna struktura finansowania umożliwiająca kontynuację strategii wzrostu przez akwizycje,
- ❑ plany głębszej penetracji rynków zagranicznych,
- ❑ rosnąca dywersyfikacja źródeł przychodów ze sprzedaży,
- ❑ prywatyzacja polskich kopalń skutkująca poprawą ich efektywności gospodarowania oraz zwiększeniem nakładów na wzrost wydajności - mechanizacja wydobycia,
- ❑ korzystne długookresowe prognozy udziału węgla kamiennego w produkcji energii elektrycznej,

### Zagrożenia

- ❑ umacnianie się złotego względem EURO i USD (spadek rentowności eksportu),
- ❑ spadek popytu ze strony polskich kopalń w długim okresie w przypadku kontynuacji procesu zmniejszania wydobycia w Polsce,
- ❑ pogorszenie koniunktury w branży górnictwa węgla kamiennego (spadek światowych cen) skutkujący okresowym spadkiem popytu inwestycyjnego zgłaszanego przez podmioty górnicze,
- ❑ brak długoterminowych planów polityki rządowej w stosunku do sektora węgla kamiennego w Polsce,
- ❑ wzrost cen materiałów hutniczych.

### Rachunek wyników (tys. PLN)

	2003	2004	2005	2005*	2006P	2007P	2008P
<b>przychody netto</b>	<b>68 172</b>	<b>130 872</b>	<b>321 137</b>	<b>649 357</b>	<b>701 271</b>	<b>752 491</b>	<b>789 244</b>
koszt sprzedanych towarów i produktów	40 573	78 313	213 853	460 314	488 711	522 397	548 200
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	14 314	22 847	38 191	73 729	75 623	81 147	85 110
saldo pozostałej działalności operacyjnej	4 696	2 789	-1 162	-4 765	-5 146	-5 522	-5 791
EBITDA	21 972	37 087	75 244	124 225	150 045	164 726	172 065
<b>EBIT</b>	<b>17 981</b>	<b>32 501</b>	<b>67 931</b>	<b>110 549</b>	<b>131 791</b>	<b>143 425</b>	<b>150 142</b>
saldo finansowe	11 120	14 177	12 578	4 987	9 070	14 037	15 687
zysk przed opodatkowaniem	29 336	46 678	80 509	115 536	140 861	157 462	165 830
podatek dochodowy	9 601	5 399	12 846	20 022	26 764	29 918	31 508
zysk (strata) udziałowców mniejszościowych	-20	986	0	1 901	0	0	0
<b>zysk netto</b>	<b>19 546</b>	<b>40 373</b>	<b>68 056</b>	<b>94 006</b>	<b>114 097</b>	<b>127 544</b>	<b>134 322</b>
EPS	4.8	10.0	16.8	23.3	25.4	28.3	29.8

### Bilans (tys. PLN)

	2003	2004	2005	2005*	2006P	2007P	2008P
<b>aktywa trwałe</b>	<b>87 276</b>	<b>92 055</b>	<b>310 361</b>	<b>336 426</b>	<b>321 007</b>	<b>327 161</b>	<b>329 947</b>
wartości niematerialne i prawne	939	725	2 498	2 498	2 604	2 666	2 694
rzeczowe aktywa trwałe	60 715	80 764	197 266	197 266	207 806	213 898	216 657
wartość firmy jednostek podporządkowanych	3 965	3 965	84 359	110 424	84 359	84 359	84 359
długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3 467	5 268	17 928	17 928	17 928	17 928	17 928
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>87 543</b>	<b>138 469</b>	<b>338 517</b>	<b>338 402</b>	<b>528 717</b>	<b>530 527</b>	<b>582 145</b>
zapasy	30 674	42 751	97 073	96 958	104 834	112 491	117 985
należności	51 919	89 919	205 513	205 504	221 943	238 153	249 786
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	1 665	483	31 309	31 318	197 319	175 261	209 753
krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3 285	888	2 466	2 466	2 466	2 466	2 466
<b>aktywa razem</b>	<b>174 819</b>	<b>231 468</b>	<b>648 878</b>	<b>674 828</b>	<b>849 725</b>	<b>857 688</b>	<b>912 092</b>
kapitał własny	102 807	156 798	225 497	251 446	471 587	519 263	564 304
kapitał akcyjny	4 325	4 325	4 325	4 325	4 815	4 815	4 815
kapitały zapasowy i z aktualizacji wyceny	85 021	90 857	122 193	122 193	321 752	355 981	394 244
zysk (strata) z lat ubiegłych	-6 085	21 243	30 923	30 922	30 923	30 923	30 923
zysk netto	19 546	40 373	68 056	94 006	114 097	127 544	134 322
udziały akcjonariuszy mniejszościowych	-66	949	6 816	6 817	0	0	0
zobowiązania długoterminowe	8 831	13 067	114 149	114 149	114 149	114 149	114 149
zobowiązania krótkoterminowe	63 247	60 654	302 416	302 416	263 989	224 276	233 639
<b>pasywa razem</b>	<b>174 819</b>	<b>231 468</b>	<b>648 878</b>	<b>674 828</b>	<b>849 725</b>	<b>857 688</b>	<b>912 092</b>
BVPS	25.4	38.8	55.8	62.2	104.8	115.4	125.4



Cash flow (tys. PLN)							
	2003	2004	2005	2005*	2006P	2007P	2008P
wynik netto	19 546	40 373	68 056	94 006	114 097	127 544	134 322
amortyzacja	3 991	4 586	7 313	13 676	18 254	21 301	21 923
zmiana kapitału obrotowego	-18 227	-42 994	-38 245	b.d.	-68 049	-12 323	-8 843
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>18 374</b>	<b>-2 248</b>	<b>17 949</b>	<b>b.d.</b>	<b>51 581</b>	<b>118 709</b>	<b>127 409</b>
inwestycje (capex)	-24 721	-28 905	-11 246	b.d.	-28 900	-27 455	-24 710
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>-27 292</b>	<b>-25 046</b>	<b>-78 802</b>	<b>b.d.</b>	<b>-35 716</b>	<b>-27 455</b>	<b>-24 710</b>
wypłata dywidendy	1 393	0	0	b.d.	0	-79 868	-89 281
emisja akcji	0	0	0	b.d.	131 993	0	0
zmiana zadłużenia	-2 388	9 721	96 306	b.d.	3 906	-52 761	0
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>10 444</b>	<b>26 117</b>	<b>91 679</b>	<b>b.d.</b>	<b>150 145</b>	<b>-113 312</b>	<b>-68 208</b>
zmiana gotówki netto	1 526	-1 177	30 826	b.d.	166 010	-22 057	34 491
DPS	-0.34	0.00	0.00	b.d.	0.00	17.75	19.84
CEPS	5.8	11.1	18.6	b.d.	29.4	33.1	34.7

Wskaźniki (%)							
	2003	2004	2005	2005*	2006P	2007P	2008P
zmiana sprzedaży	b.d.	92.0%	145.4%	396.2%	8.0%	7.3%	4.9%
zmiana EBIT	b.d.	80.8%	109.0%	240.1%	19.2%	8.8%	4.7%
zmiana zysku netto	b.d.	106.6%	68.6%	132.8%	21.4%	11.8%	5.3%
marża EBITDA	32.2%	28.3%	23.4%	19.1%	21.4%	21.9%	21.8%
marża EBIT	26.4%	24.8%	21.2%	17.0%	18.8%	19.1%	19.0%
marża netto	28.7%	30.8%	21.2%	14.5%	16.3%	16.9%	17.0%
sprzedaż/aktywa (x)	0.4	0.6	0.5	1.0	0.8	0.9	0.9
dług / kapitał (x)	0.7	0.5	1.8	1.7	0.8	0.7	0.6
odsetki / EBIT	0.15	0.07	0.14	0.00	0.04	0.04	0.02
stopa podatkowa	32.7%	11.6%	16.0%	17.3%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE	b.d.	31.1%	35.60%	46.1%	31.6%	25.7%	24.8%
ROA	b.d.	19.9%	15.46%	20.7%	15.0%	14.9%	15.2%
(dług) gotówka netto (tys. PLN)	-7 080	-18 623	-83 028	-80 595	79 076	109 779	144 271

\* wyniki pro forma, p - prognoza Millennium DM S.A.





# Millennium

dom maklerski

## Departament Analiz

### Marcin Materna, CFA

Doradca Inwestycyjny  
+22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

### Michał Buczyński

+22 598 26 58  
michal.buczynski@millenniumdm.pl

### Piotr Her

+22 598 26 81  
piotr.her@millenniumdm.pl

### Adam Zajler

Makler Papierów Wartościowych  
+22 598 26 05  
adam.zajler@millenniumdm.pl

### Łukasz Hejak

+22 598 26 27  
lukasz.hejak@millenniumdm.pl

### Dyrektor

banki i finanse, makroekonomia,  
handel

### Analityk

telekomunikacja, chemia,  
metale, przemysł mięsny

### Analityk

hotele, motoryzacja, przemysł spożywczy  
budownictwo, media

### Analityk

informatyka, Internet

### Asystent

## Sprzedaż

### Radosław Zawadzki

+22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

### Dyrektor

### Arkadiusz Szumilak

+22 598 26 65  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

### Krzysztof Pelka

+22 598 26 79  
krzysztof.pelka@millenniumdm.pl

### Marek Przytuła

+22 598 26 68  
marek.przytula@millenniumdm.pl

### Leszek Iwaniec

+22 598 26 67  
leszek.iwaniec@millenniumdm.pl

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
al. Jerozolimskie 123 A, Millennium Plaza XIXp  
02-017 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

## Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

## Stosowane metody wyceny

Raport sporządzony jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):

**Metoda DCF** (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

**Metoda porównawcza** (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży w której działa spółka przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku.

**Metoda ROE-P/BV** (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność) jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

## Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję oferującego w trakcie publicznej emisji akcji spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu i z tego tytułu otrzyma bądź otrzymał wynagrodzenie. Pomiędzy spółkami wchodzącymi w skład Grupy Kapitałowej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu a Bankiem Millennium S.A. (podmiot powiązany z Millennium Dom Maklerski S.A.) podpisane zostały umowy kredytowe. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi 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, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

## Pozostałe informacje

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Cersanit, Echo, BRE Bank, Computerland, Zrew, Prosper, Ciech, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Cersanit, Echo, Jupiter, Ciech, Telekomunikacja Polska, Zrew, Lotos, Broker FM, Optimus, Redan, PKN Orlen, Prosper, Śrubex. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Śrubex, Getin, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządzili raport, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Raport nie zawiera i nie jest również próbą przedstawienia wszelkich istotnych informacji o spółce będącej jego przedmiotem. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

## Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w I kwartale 2006 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	24%
Akumuluj	9	36%
Neutralnie	7	28%
Redukuj	3	12%
Sprzedaj	0	0%

## Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

Kupuj	2	29%
Akumuluj	5	71%
Neutralnie		
Redukuj		
Sprzedaj		

ostatnie 12 miesięcy\*