

25 września 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	9,74 PLN
Cena docelowa	11,60 PLN
Kapitalizacja	0,68 mld PLN
Free float	0,15 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,41 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Laris Investments	37,45%
BZ WBK AIB Asset Management	27,47%
Elektrim	12,47%
Pozostali	22,61%

Strategia dotycząca sektora

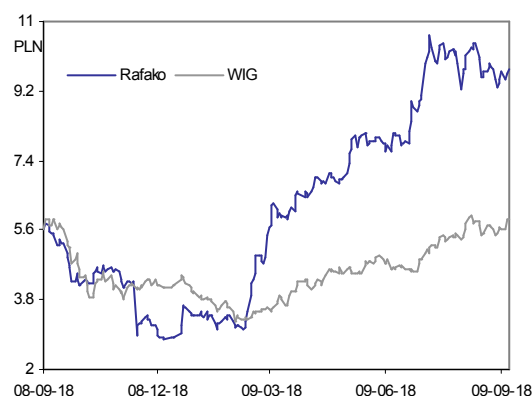
Nasze rekomendacje stały się bardziej wybiórcze. Nie akcentujemy już jedynie segmentu działalności, czy portfela zamówień, lecz zwracamy też uwagę na czynniki takie jak ryzyko erozji marż w przypadku poszczególnych firm, czy gotówka netto w spółce. Zwracamy też uwagę na grupę mniejszych firm budowlanych, które naszym zdaniem mogą być alternatywą dla największych spółek z branży notowanych na GPW.

Profil spółki

Grupa Kapitałowa Rafako jest jednym z największych na rynku europejskim podmiotów zajmujących się produkcją kotłów energetycznych. W asortymencie spółki znajdują się także instalacje odsiarczania (IOS), elektrofiltry oraz m.in. elementy kotłów.

Ważne daty

12.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

Kurs akcji RFK na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

Duże przetargi na horyzoncie

Wyniki kwartalne Q2 2009 okazały się zgodne z naszymi oczekiwaniami na poziomie operacyjnym, wynik netto zaś popsuł odpis z tytułu skutków udzielonej gwarancji solidarnej odpowiedzialności Rafako i Elwo za część zobowiązań Elwo. Obciążył on pozostałe koszty finansowe kwotą w wysokości 8,7 mln PLN. Pozornie Rafako na prognozach wyników w 2009 roku wydaje się być drogie, uważamy jednak, że kolejny rok przyniesie zauważalną poprawę rezultatów działalności. Niskie poziomy generowanej obecnie rentowności znajdują uzasadnienie w konserwatywnej polityce budżetowania kontraktów. W 2010 roku spodziewamy się zakończenia większej ilości zleceń, co powinno wpłynąć na poprawę wyników finansowych. Nie można też wykluczyć rozwiązania przynajmniej części rezerw zawiązanych przez zarząd w Q4 2008 i Q1 oraz Q2 2009 w związku z trudnymi do przewidzenia wpływami kryzysu finansowego (wartość rezerw „kryzysowych” to około 20 mln PLN). Nie zakładamy rozwiązania rezerw w prognozach. Portfel zamówień Rafako na rok 2010 wynosi obecnie 0,97 mld PLN, wzrośnie zaś do 1,09 mld PLN, wraz z przewidywanym podpisaniem kontraktu na budowę Instalacji Odsiarczania w Bełchatowie o wartości 323 mln PLN w drugiej połowie października (protest Energomontażu Północ został odrzucony przez KIO). Nie wydaje nam się, aby bieżący rok miał przynieść rozwiązanie w postaci znacznej poprawy wyników finansowych, uważamy jednak, że może przynieść nowe kontrakty. Podtrzymujemy rekomendację kupuj z niezmienioną ceną docelową.

Wybrane postępowania przetargowe w kraju

Pod koniec września upływa termin składania ofert na generalne wykonawstwo bloku ciepłowniczego w Bielsku-Białej (400-500 mln PLN). Pod koniec roku Bełchatów powinien ogłosić przetarg na modernizację bloków 7-12. (2-3 mld PLN). Przetarg będzie składać się z pakietów (pakiet na modernizację 6 kotłów, 6 elektrofiltrów, 6 obrotowych podgrzewaczy, 6 pakietów rurociągów, 6 turbozespołów). Na początku 2010 roku powinien zostać rozstrzygnięty przetarg na generalne wykonawstwo bloków na Siekierkach (3 mld PLN). Ogłoszony został przetarg na generalne wykonawstwo 2 bloków w Opolu (10 mld PLN). Możliwe jest też zdobycie 2 kontraktów na budowę dwóch małych instalacji odsiarczania (100-150 mln PLN).

Tendencje konsolidacyjne w branży

Dużym zaskoczeniem było przejęcie przez Doosan Heavy Industries z Korei Południowej spółki Skoda Power, zajmującej się produkcją turbin energetycznych. Doosan będzie obecnie w stanie zaoferować wszystkie kluczowe elementy elektrowni (kocioł, generator, turbina). Wartość transakcji wyniosła 451,6 mln EUR (P/S = 1,7). Zdarzenie to świadczy o tendencjach konsolidacyjnych w branży. Zarząd Rafako rozważa podjęcie planów emisji akcji, w celu akwizycji podmiotów branżowych, na razie jest jednak za wcześnie, aby wyrokować na wpływ potencjalnej emisji akcji na wycenę spółki.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1137,5	1125,6	1049,5	1310,2	1441,2
EBITDA	35,1	76,1	70,1	84,4	87,1
marża EBITDA	3,1%	6,8%	6,7%	6,4%	6,0%
EBIT	22,1	60,8	54,3	68,2	70,2
Zysk netto	12,2	-11,6	34,2	55,8	58,5
P/E	55,6	-	19,8	12,1	11,6
P/CE	26,8	180,8	13,6	9,4	9,0
P/BV	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	12,0	5,7	6,7	5,0	4,3
DYield	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q2 2009

Przychody Rafako w Q2 2009 były o nieco ponad 6% wyższe od naszych oczekiwań, podobnie jak zysk brutto ze sprzedaży (marża brutto na sprzedaży jest dokładnie taka, jak oczekiwaliśmy i wynosi 10,9%). Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 14,8 mln PLN, tzn. były o 0,1 mln PLN wyższe od naszych oczekiwań. Saldo pozostałych kosztów operacyjnych wyniosło 3,8 mln PLN, podczas gdy oczekiwaliśmy, że będzie ono równe 2,25 mln PLN. Wysokie ujemne saldo wynika głównie z utworzenia rezerw na gwarancje w wysokości 3,4 mln PLN. Po uwzględnieniu pozostałych kosztów operacyjnych, wynik operacyjny wyniósł 10,9 mln PLN, tzn. był o 0,1 mln PLN wyższy od naszej prognozy.

Znaczne odchylenia od prognozy miały za to miejsce na poziomie pozostałej działalności finansowej. Oczekiwaliśmy, że saldo pozostałych przychodów finansowych będzie dodatnie i wyniesie 4,7 mln PLN. Wycenę instrumentów pochodnych szacowaliśmy na +7,6 mln PLN. Jednocześnie, oczekiwaliśmy ujemnych różnic kursowych w wysokości 3,15 mln PLN. W rzeczywistości saldo to okazało się ujemne i wyniosło 3,3 mln PLN. Powstała w ten sposób różnica wynika z utworzenia rezerwy na roszczenia sporne, na kwotę 8,7 mln PLN.

Pozycja ta wynika z otrzymanego przez jednostkę w Q2 2009 wezwania do zapłaty z tytułu umowy kredytowej z ING BSK z dnia 25 czerwca 2008 roku w zakresie solidarnej odpowiedzialności Rafako oraz Elwo za zobowiązania Elwo wynikające z umowy (niezapłacone zobowiązania kredytowe i gwarancyjne). Pomijając tą kwotę, rezultaty spółki są zgodne z oczekiwaniami (7,9 mln PLN zysku na wycenie instrumentów pochodnych, ale aż 6,4 mln PLN straty z tytułu różnic kursowych, kompensowane wyższymi niż oczekiwane wpływami odsetkowymi). W efekcie utworzonej rezerwy, wynik brutto przed opodatkowaniem jest o 50% gorszy od naszych oczekiwań. Wysoka też okazała się efektywna stopa podatkowa, gdyż wyniosła ona aż 44,5%, wskutek tego różnica w wyniku netto i prognozie jest jeszcze większa.

Podsumowując, wyniki są naszym zdaniem zgodne z oczekiwaniami na poziomie operacyjnym, wynik netto psuje jednak opis o charakterze jednorazowym.

Wyniki Q2 2009 vs. prognoza, vs. konsensus

(mln PLN)	IIQ 2009	IIQ 2008	zmiana	prognoza DI BRE	wynik vs. prognoza
Przychody	271,6	301,9	-10,0%	255,7	6,2%
Zysk brutto	29,5	32,8	-10,2%	27,7	6,3%
%	10,9%	10,9%	-	10,9%	-
EBIT	10,9	12,2	-10,1%	10,8	1,2%
Zysk brutto	7,7	6,1	24,8%	15,5	-50,7%
Zysk netto	3,8	4,1	-7,2%	11,9	-67,9%

Źródło: Rafako, DI BRE Banku

Wycena porównawcza akcji spółki

Analiza porównawcza wyceny akcji Rafako

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2008	P/S 2009P	P/S 2010P
Alstom	13,1	12,0	7,2	6,4	0,91	0,79	0,79
Energoinstal	9,8	14,5	4,9	6,7	1,16	0,83	0,79
Foster Wheeler	11,8	12,8	7,3	7,5	0,59	0,80	0,79
Polimex Mostostal	12,3	14,1	7,7	7,6	0,45	0,40	0,44
Ses Tlmace					0,21		
Mediana	12,0	13,5	7,3	7,1	0,59	0,79	0,79
Rafako	19,8	12,1	6,7	5,0	0,60	0,65	0,52
Premia (dyskonto)	64,8%	-9,8%	-7,9%	-29,2%	1,9%	-18,5%	-34,5%

Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Przy zastosowaniu wskaźnika P/E na rok 2009, spółka wyceniana jest wyżej niż grupa porównawcza, dyskonto zaś występuje na wskaźniku EV/EBITDA, ze względu na pokaźną ilość gotówki w dyspozycji spółki. W oparciu o nasze prognozy na rok 2010, zauważamy dyskonto w stosunku do grupy porównawczej w przypadku wszystkich dostępnych wskaźników. Sądzimy, że pole do wyceny porównawczej jest ograniczone, ze względu na brak



spółek prowadzących podobną działalność. Alstom Power i Foster Wheeler to światowe koncerny, zajmujące się m.in. produkcją kotłów. Polimex Mostostal zajmuje się działalnością budowlaną i produkcyjną, przy czym wytwarzanie kotłów w spółce zależnej Sefako generuje mniej niż 10% przychodów grupy. Energoinstal wytwarza m.in. małe kotły na biomase i kotły wykorzystywane w spalarniach śmieci, prowadzi jednak również działalność montażową oraz od niedawna budowlaną. Poza tym, pracuje dla innych klientów (w przypadku Rafako jest to duża energetyka zawodowa, w przypadku Energoinstalu elektrociepłownie oraz samorzady odpowiedzialne za budowę i utrzymanie spalarni śmieci). SES Tłumacze jest najbliższym konkurentem Rafako (produkcja średnich i dużych kotłów), problemem jest jednak brak prognoz wyników finansowych dostępnych dla tej spółki.

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Rafako szacujemy w perspektywie 9-letniej na poziomie 11,6 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,2% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.



Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	1 049,5	1 310,2	1 441,2	1 585,3	1 743,9	1 900,8	2 033,9	2 135,5	2 210,3	2 276,6	
zmiana	-6,8%	24,8%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%	7,0%	5,0%	3,5%	3,0%	
EBITDA	70,1	84,4	87,1	91,8	99,9	108,0	114,7	111,2	112,1	113,8	
marża EBITDA	6,7%	6,4%	6,0%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,2%	5,1%	5,0%	
Amortyzacja	15,8	16,3	16,9	17,5	18,2	18,9	19,4	19,7	19,7	19,7	
EBIT	54,3	68,2	70,2	74,3	81,7	89,0	95,3	91,5	92,5	94,1	
marża EBIT	5,2%	5,2%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,3%	4,2%	4,1%	
Opodatkowanie EBIT	10,3	13,0	13,3	14,1	15,5	16,9	18,1	17,4	17,6	17,9	
NOPLAT	44,0	55,2	56,9	60,1	66,2	72,1	77,2	74,1	74,9	76,2	
CAPEX	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6	-25,5	-26,5	-24,2	-22,6	-22,6	-19,7	
Kapitał obrotowy	-67,1	-7,4	-2,6	-3,3	-3,3	-3,3	-3,2	-2,7	-4,1	-4,6	
Pozostałe	-24,5	-8,1	-9,0	-9,9	-10,8	-11,8	-12,6	-13,3	-13,7	-14,2	
FCF	-52,3	34,7	38,6	40,0	44,8	49,4	56,5	55,2	54,1	57,5	59,2
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
Współczynnik dyskonta	97,4%	87,6%	78,8%	70,8%	63,7%	57,3%	51,5%	46,3%	41,7%	37,7%	
PV FCF	-51,0	30,4	30,4	28,3	28,5	28,3	29,1	25,6	22,5	21,7	
WACC	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
Koszt długu	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%										
Wartość rezydualna (TV)	779,2										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	293,4										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	193,8										
Wartość firmy (EV)	487,2										
Dług netto	-258,9										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	746,1										
Liczba akcji (mln.)	69,6										
Wartość firmy na akcję (PLN)	10,7										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,3%										
Cena docelowa	11,6										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,0										
P/E('09) dla ceny docelowej	23,6										
Udział TV w EV	39%										

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	12,3	12,1	12,1	12,3	13,0
WACC -0,5pp	12,1	11,9	11,9	12,1	12,6
WACC	11,9	11,6	11,6	11,9	12,3
WACC +0,5pp	11,6	11,5	11,5	11,6	12,1
WACC +1,0pp	11,5	11,3	11,3	11,5	11,9

**Rachunek wyników**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	777,2	1 137,5	1 125,6	1 049,5	1 310,2	1 441,2	1 585,3
<i>zmiana</i>	<i>54,5%</i>	<i>46,4%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>24,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,0%</i>
Koszt własny sprzedaży	705,1	1 065,3	1 005,2	935,4	1 175,0	1 294,3	1 426,8
Zysk brutto na sprzedaży	72,1	72,2	120,4	114,1	135,2	146,8	158,5
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>9,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,0%</i>
Koszty sprzedaży	-17,7	-18,2	-15,9	-24,3	-24,2	-28,1	-30,9
Koszty ogólnego zarządu	-22,4	-24,2	-24,6	-31,4	-37,3	-42,5	-46,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	-7,7	-19,1	-4,1	-5,5	-6,0	-6,6
EBIT	20,9	22,1	60,8	54,3	68,2	70,2	74,3
<i>zmiana</i>	<i>45,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>175,6%</i>	<i>-10,6%</i>	<i>25,4%</i>	<i>3,0%</i>	<i>5,7%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,7%</i>
Wynik na działalności finansowej	-3,8	-3,7	-11,9	-7,1	3,8	5,3	6,9
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	17,2	18,4	48,9	47,3	71,9	75,5	81,2
Podatek dochodowy	-3,9	-5,8	-11,5	-11,1	-13,7	-14,3	-15,4
Zysk netto z działalności kontynuowanej	17,2	18,4	37,4	47,3	71,9	75,5	81,2
Strata z działalności zaniechanej			-50,3				
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,6	0,4	-1,4	2,0	2,4	2,7	3,0
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	34,2	55,8	58,5	62,8
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-195,2%</i>	<i>-394,7%</i>	<i>63,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>7,4%</i>
<i>marża</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	15,8	16,3	16,9	17,5
EBITDA	31,7	35,1	76,1	70,1	84,4	87,1	91,8
<i>zmiana</i>	<i>29,3%</i>	<i>10,8%</i>	<i>116,8%</i>	<i>-7,9%</i>	<i>20,4%</i>	<i>3,2%</i>	<i>5,4%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>6,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,8%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
EPS	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,8	0,8	0,9
CEPS	1,4	0,4	0,1	0,7	1,0	1,1	1,2
ROAE	5,7%	4,2%	-3,4%	9,7%	14,0%	12,9%	12,2%
ROAA	2,2%	1,7%	-1,4%	4,3%	6,6%	6,0%	5,8%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	688,5	787,3	819,7	771,0	915,8	1 018,8	1 130,7
Majątek trwały	185,2	197,4	220,6	225,3	230,2	237,0	244,0
WNIPI	3,8	4,7	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	128,7	144,7	163,8	168,5	173,4	180,2	187,2
Aktywa finansowe	18,9	14,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	33,8	33,1	40,7	40,7	40,7	40,7	40,7
Majątek obrotowy	503,3	589,9	599,0	545,6	685,6	781,8	886,7
Zapasy	20,3	29,7	61,4	35,9	45,1	49,6	54,7
Należności	192,8	222,3	204,6	192,7	240,5	264,5	291,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	65,8	94,7	64,6	86,3	125,6	144,1	165,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	223,2	241,8	268,5	230,9	274,3	323,5	376,0
Inne	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
PASYWA	688,5	787,3	819,7	771,0	915,8	1 018,8	1 130,7
Kapitał własny	230,5	347,1	335,6	369,8	425,6	484,1	546,8
Kapitał mniejszości	6,2	2,4	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Zobowiązania długoterminowe	20,7	34,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	20,7	34,1	26,1	26,1	26,1	26,1	26,1
Zobowiązania krótkoterminowe	431,1	403,6	445,4	362,5	451,5	496,0	545,2
Pożyczki i kredyty	1,0	11,3	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Zobowiązania wobec dostawców	189,4	219,9	186,3	171,7	215,7	237,6	261,9
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	240,7	172,3	249,4	181,2	226,1	248,8	273,6
Dług	1,0	11,3	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Dług netto	-222,2	-230,5	-258,9	-221,2	-264,7	-313,8	-366,3
(Dług netto / Kapitał własny)	-96,4%	-66,4%	-77,1%	-59,8%	-62,2%	-64,8%	-67,0%
(Dług netto / EBITDA)	-7,0	-6,6	-3,4	-3,2	-3,1	-3,6	-4,0
BVPS	13,2	5,0	4,8	5,3	6,1	7,0	7,9



Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	163,7	-68,6	112,5	-10,0	60,9	67,5	70,1
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	34,2	55,8	58,5	62,8
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	15,8	16,3	16,9	17,5
Kapitał obrotowy	159,2	-83,9	30,8	-67,1	-7,4	-2,6	-3,3
Pozostałe	-19,1	-10,0	77,9	7,1	-3,8	-5,3	-6,9
Przepływy inwestycyjne	-132,7	-75,5	-27,9	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6
CAPEX	-13,8	-31,6	-41,8	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6
Inwestycje kapitałowe	-125,1	-49,4	17,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,1	5,4	-3,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-4,3	107,9	-27,7	-7,1	3,8	5,3	6,9
Emisja akcji	0,0	104,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,1	10,2	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-4,0	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-36,2	56,9	-37,6	43,5	49,1	52,5
Środki pieniężne na koniec okresu	223,2	241,8	268,5	230,9	274,3	323,5	376,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	161,1	-107,6	-64,4	-52,3	34,7	38,6	40,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,8%	2,8%	3,7%	2,0%	1,6%	1,6%	1,5%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
P/E	13,3	55,6	-	19,8	12,1	11,6	10,8
P/CE	7,2	26,8	180,8	13,6	9,4	9,0	8,4
P/BV	0,7	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2
P/S	0,2	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4
FCF/EV	-193,8%	-25,5%	-14,9%	-11,2%	8,2%	10,2%	12,3%
EV/EBITDA	-2,6	12,0	5,7	6,7	5,0	4,3	3,5
EV/EBIT	-4,0	19,1	7,1	8,6	6,2	5,4	4,4
EV/S	-0,1	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
DYield	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	9,7						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
MC (mln PLN)	169,5	677,9	677,9	677,9	677,9	677,9	677,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,2	2,4	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
EV (mln PLN)	-83,1	421,5	431,7	469,3	425,8	376,7	324,2

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.



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

Departament Analiz:

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

Analitycy:

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

„Prywatny Makler”

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

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

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Rafako

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj	Kupuj	Zawieszona	Akumuluj	Kupuj
data wydania	2009-02-10	2009-03-06	2009-04-02	2009-04-08	2009-05-14	2009-08-05	2009-08-14	2009-09-04
kurs z dnia rekomendacji	3,40	4,56	6,00	6,60	7,05	10,15	10,20	9,55
WIG w dniu rekomendacji	24470,22	22547,31	24145,69	26172,07	29495,23	35363,92	35998,12	36009,43