10 lutego 2009

Raport analityczny

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo

Polska

Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

Kupuj

(Nowa)

Cena bieżąca	**3,47 PLN**
Cena docelowa	**5,20 PLN**
Kapitalizacja	0,22 mld PLN
Free float	0,04 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,02 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Laris Investments	37,45%
BZ WBK AIB Asset Management	25,55%
Elektrim	12,47%
Pionier Pekso Investment Management	4,99%
Pozostali	19,54%

Strategia dotycząca sektora

W sektorze budowlanym kierujemy się podejściem sektorowym. Najlepiej oceniamy perspektywy segmentu infrastrukturalnego (w tym drogowego, kolejowego i ochrony środowiska), a także budownictwa energetycznego (perspektywa boomu w latach 2011-2017). Neutralnie oceniamy perspektywy budownictwa chemicznego, najwięcej ryzyk zaś dostrzegamy w segmencie budownictwa kubaturowego.

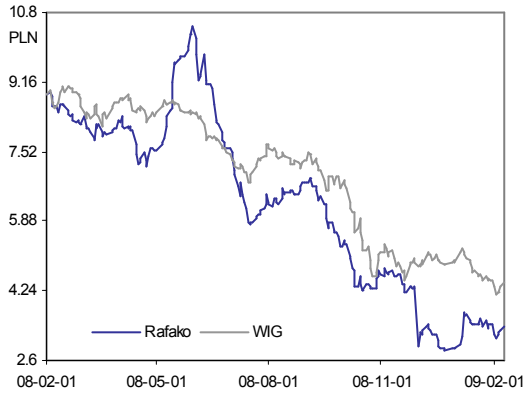
Profil spółki

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

26.02 - sprawozdanie finansowe za Q1 2009
09.04 - sprawozdanie finansowe za rok 2008
14.05 - sprawozdanie finansowe za Q2 2009

Kurs akcji RFK na tle WIG



Maciej Stokłosa
(48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Poprawa wyników już blisko

Przyczyną słabych wyników Rafako przez ostatnie 2 lata była dynamika kosztów znacząco przekraczająca założenia budżetowe kontraktów. Sądzimy, że w perspektywie najbliższego roku sytuacja może się znacząco zmienić, ze względu na wyhamowanie presji na wzrost płac, spadek cen materiałów i usług obcych. Na perspektywy spółki pozytywnie wpływa też aprecjacja EUR z rekordowo niskich poziomów (kontrakty w EUR zapewniają około 35% przychodów spółki). Pozytywnie postrzegamy perspektywy wzrostu rynku budownictwa energetycznego w Polsce po 2010 roku, ze względu na oczekiwane rozpoczęcie budowy nowych bloków energetycznych. Obecnie inwestycje energetyczne realizowane są „pełną parą" na wielu rynkach zagranicznych, w tym na rynku niemieckim. Sądzimy, że negatywne nastawienie do spółki po wykazaniu straty na transakcjach opcyjnych przez Elwo jest dobrą okazją do nabycia akcji Rafako po niskiej cenie. Zwracamy uwagę dużą nadpłynność bilansową spółki. Prognozujemy, że na koniec Q4 2008 spółka będzie posiadała 154,5 mln PLN gotówki netto, tzn. 2,2 PLN na akcję. W efekcie, generująca 1 mld PLN przychodów działalność operacyjna jest wyceniana na 1,2 PLN na akcję. Dostrzegając dużą atrakcyjność wyceny rekomendujemy zakup akcji Rafako.

Wpływ spadku dynamiki kosztów na wyniki Rafako

Wiele z realizowanych przez Rafako kontraktów ma charakter długoterminowy. Kontrakty traktowane są jak typowe kontrakty budowlane (MSR 11), w związku z tym rozliczane są księgowo na podstawie aktualizowanych budżetów. Sądzimy, że spadek dynamiki kosztów płac oraz redukcja cen materiałów i usług obcych pozwoli na rewizję budżetów kontraktów, co przełoży się na lepsze wyniki finansowe. Jednocześnie, sądzimy, że efekt ten nie zostanie jeszcze w pełni wykazany w 2009 roku (w tym roku spółka nie kończy dużych kontraktów, co mogłoby pozwolić na odwrócenie utworzonych uprzednio rezerw i wykazanie znacznie lepszego wyniku finansowego).

Duże zapotrzebowanie na produkty spółki

Dostrzegamy duże zapotrzebowanie na produkty spółki, tak ze strony zagranicznych przedsiębiorstw energetycznych, jak i polskich, które zgodnie z naszymi oczekiwaniami od 2011 roku rozpoczną wzmożone programy inwestycyjne. Sądzimy, że inwestycje w energetyce w ograniczonym stopniu narażone są na kryzys gospodarczy, ze względu na ich długofalowy charakter oraz specyfikę inwestora (tzw. utilities). Obecnie portfel Rafako na rok bieżący wynosi 750 mln PLN, co jest wielkością niższą niż portfel w roku ubiegłym (1,1 mld PLN). Mimo to, sądzimy, że Rafako w najbliższym czasie będzie w stanie pozyskać nowe kontrakty, m.in. zlecenie na budowę instalacji odsiarczania w elektrowni Rybnik (około 300 mln PLN, przewidywane rozstrzygnięcie w marcu). Portfel zamówień na lata przyszłe to 1,4 mld PLN.

(mln PLN)	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody	1137,5	1150,3	1060,9	1049,6	1127,6
EBITDA	35,1	41,0	46,3	54,3	57,5
marża EBITDA	*3,1%*	*3,6%*	*4,4%*	*5,2%*	*5,1%*
EBIT	22,1	26,0	33,4	41,0	43,7
Zysk netto	12,2	-78,8	25,7	32,5	35,2
P/E	19,8	-3,1	9,4	7,4	6,9
P/CE	9,6	-3,8	6,2	5,3	4,9
P/BV	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	2,6	2,2	2,0	1,7	1,6
DYield	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Charakterystyka oferty Rafako

Oferta produktowa: kotły

Głównym produktem Rafako są kotły energetyczne. Spółka specjalizuje się w wytwarzaniu największych kotłów, gdzie konkurencja jest ograniczona. Spośród liczących się rywali Rafako podobne możliwości posiada SES Tlmace, a także oddziały niektórych światowych koncernów energetycznych, m.in. Alstomu (oddział wytwarzania kotłów w czeskim Brnie). Na rynku produkcji średniej wielkości kotłów działa w Polsce też Foster Wheeler Energy Fakop oraz Sefako z grupy Polimex Mostostal. Małe kotły na biomasę wytwarza i instaluje Energoinstal. Rafako dostarczyło kotły dla dwóch z trzech największych inwestycji energetycznych ostatnich lat (Elektrownia Bełchatów – kontrakt w realizacji, Zespół Elektrowni PAK). Spółka, jako poddostawca, uczestniczy też w wielu inwestycjach energetycznych, które mają obecnie miejsce na rynku niemieckim. Z uwagi na długi okres realizacji (nawet 3 lata), kontrakty na największe kotły były w przeszłości najmniej rentowne. Dynamika kosztów przerosła w zasadzie oczekiwania całej branży, co widać tak w wynikach Rafako, jak i SES Tlmace oraz segmentu energetycznego Polimexu Mostostalu.

Porównanie wyników Rafako i SES Tlmace, 2004 - Q3 2008

	2004	2005	2006	2007	1-3Q 2008
Rafako					
Przychody (mln PLN)	394,3	503,0	777,2	1 137,5	872,3
Wzrost r/r (%)		27,6%	54,5%	46,4%	7,6%
Marża EBIT (%)	3,6%	2,9%	2,7%	1,9%	2,7%
SES Tlmace					
Przychody (mln SKK)	4 415,1	3 667,6	3 097,4	5 020,2	3 058,0
Wzrost r/r (%)		-16,9%	-15,5%	62,1%	20,6%
Marża EBIT (%)	7,5%	1,8%	0,8%	3,3%	0,1%

Źródło: Raporty finansowe Rafako i SES Tlmace; 3058 mln SKK = 451,3 mln PLN, po kursie SKK/PLN = 0,147589

Oferta produktowa: instalacje odsiarczania

Rafako dostarcza także instalacje odsiarczania, których budowy wymagają uregulowania UE dotyczące emisji tlenków siarki. Kontrakty na budowę instalacji odsiarczania mają charakter kompletacyjny, tzn. charakteryzują się dużym udziałem sił obcych w wytworzeniu, w efekcie pozwalają na osiągnięcie stosunkowo niższej marży niż kontrakty na budowę nowych kotłów. Rafako dostarcza instalacje odsiarczania do polskich spółek energetycznych, m.in. obecnie w portfelu zamówień znajduje się kontrakt na budowę instalacji odsiarczania dla Elektrociepłowni Siekierki o wartości ponad 450 mln PLN. W marcu może rozstrzygnąć się przetarg na budowę instalacji odsiarczania w elektrowni Dolna Odra (300 mln PLN, źródła nieoficjalne mówią, że oferta Rafako jest najkorzystniejsza cenowo).

Oferta produktowa: elektrofiltry

Elektrofiltry są urządzeniem pomocniczym kotłów w blokach opalanych węglem, pozwalającym na usuwanie pyłu z emitowanych gazów. W grupie Rafako produkcją elektrofiltrów zajmowała się spółka zależna Elwo. W związku z przewidywaną upadłością podmiotu, związaną z zawartymi transakcjami opcyjnymi, produkcja elektrofiltrów może w Grupie Rafako na pewien czas zostać wstrzymana. Dostrzegamy szanse na reaktywację produkcji elektrofiltrów w zakładach Rafako, na razie jednak nie uwzględniamy takiego scenariusza w prognozie.

Przychody Rafako wg. grup produktowych, 2006-2010P

	2006	2007	2008P	2009P	2010P
Kotły	40,6%	41,4%	62,5%	74,0%	68,9%
Instalacje odsiarczania	41,8%	40,7%	25,5%	18,1%	27,5%
Elektrofiltry	16,6%	14,6%	8,6%	4,2%	0,0%
Nieruchomości	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Pozostała działalność	0,4%	3,0%	3,0%	3,3%	3,3%

Źródło: Raporty finansowe Rafako

Szansa na generalne wykonawstwo bloków energetycznych

Rafako deklaruje chęć uczestnictwa w przetargach na generalne wykonawstwo nowych bloków energetycznych wraz z partnerem zagranicznym. Sądzimy, że Rafako posiada szansę na realizację tego typu kontraktów, obok partnera zagranicznego dostarczającego turbinę oraz biorącego część odpowiedzialności za realizację powinien, jednak pojawić się także partner krajowy, świadczący usługi wykonawstwa w segmencie energetycznym, kubaturowym, a także wytwarzający i montujący konstrukcje stalowe. Naszym zdaniem prawdopodobnym partnerem Rafako mógłby być Mostostal Warszawa. Równocześnie, sądzimy, że Polimex Mostostal utworzy konkurencyjną grupę ofertującą usługi generalnego wykonawstwa. Spółka ta jest w stanie wykonać w zasadzie wszystkie usługi budowlano-montażowe, a także na przykład wytworzyć konstrukcje stalowe i rurociągi. Brakuje jej jedynie możliwości wyprodukowania dużego kotła energetycznego. Kontrakt na generalne wykonawstwo bloku energetycznego mógłby zapewnić Rafako bardzo dużą dynamikę przychodów (cena budowy 1 MW to około 1,5 mln EUR). Równocześnie, kontrakt taki aktywowałby zupełnie nową grupę ryzyk, z którymi Rafako jeszcze się nie mierzyło (ryzyka dotyczące spełnienia założonych parametrów technicznych nowego bloku). W efekcie, można się spodziewać, że kontrakty te charakteryzowałyby się stosunkowo dużymi rezerwami na dobre wykonawstwo (tzn. w momencie, gdy blok funkcjonowałby poprawnie, Rafako wykazałoby duży zysk, podczas realizacji zaś rentowność byłaby umiarkowana). Ze względu na niepewność dotyczącą realizacji zleceń na zasadzie generalnego wykonawstwa, nie uwzględniliśmy możliwości ich pozyskania w prognozie wyników finansowych.

Szansa na poprawę wyników finansowych

Strona kosztowa

Spadek dynamiki kosztów płac, spadek cen materiałów i usług obcych

Dostrzegamy istotne wyhamowanie dynamiki wzrostu kosztów płac oraz spadek cen materiałów i usług obcych. Przez ostatnie 3 lata płace w Rafako rosły średniorocznie o 10%. W tym roku przewidywany wzrost płac nie przekroczy 5%, być może będzie nawet niższy (zależnie od wyników akwizycji nowych kontraktów). W ostatnich miesiącach miał miejsce duży spadek cen stali (o około 40%), spadały również ceny miedzi i innych metali. Efekt spadku cen materiałów nie powinien być jednak duży (spółka korzysta ze specjalistycznych stopów wykorzystywanych w energetyce, a tutaj spadki były ograniczone). Ograniczony wpływ najprawdopodobniej będzie miał także spadek cen usług obcych, ze względu na kontraktowanie dużej części prac na wczesnym etapie realizacji zamówienia (przerzucanie ryzyk na podwykonawców).

Osłabienie PLN w stosunku do EUR

Pozytywnie postrzegamy osłabienie się PLN w stosunku do EUR. Pozwoli ono w dłuższym terminie na poprawę konkurencyjności Rafako na rynkach eksportowych, wpłynie także przynajmniej częściowo na poprawę wyników. Spośród kontraktów denominowanych w EUR (25% portfela zamówień), około 70-80% salda kontraktów po uwzględnieniu kosztów poniesionych w EUR jest zabezpieczone transakcjami na instrumentach pochodnych (forwardy). Ostrożnie zakładamy, że ekspozycja dla kontraktów denominowanych w EUR występuje jedynie w przypadku pokrycia kosztów wynagrodzeń i marży brutto na sprzedaży (tzn. możliwości do poprawy wyników istnieją na około 17,5 mln PLN niezabezpieczonych przychodów w EUR możliwych do wygenerowania w latach przyszłych, z czego 12,3 mln PLN przypada na rok 2009).

Prognoza kursu EUR/PLN, Q1 2009 – Q4 2010

	2009 Q1P	2009 Q2P	2009 Q3P	2009 Q4P	2010 Q1P	2010 Q2P	2010 Q3P	2010 Q4P
EUR/PLN	4,45	4,35	3,95	3,75	3,60	3,50	3,50	3,50

Źródło: BRE Bank S.A.

Kiedy w takim razie poprawią się wyniki?

Nie oczekujemy znacznej poprawy wyników operacyjnych Rafako w Q4 2008, ze względu na ograniczoną skalę przychodów wygenerowanych z niezabezpieczonych kontraktów w EUR. Przewidujemy, że ograniczona poprawa będzie miała miejsce najprawdopodobniej w Q1 2009, zaś na większą poprawę należy poczekać do zakończenia dużych projektów w 2010 roku. Poprawa w Q1 2009 będzie miała miejsce głównie ze względu na spadek dynamiki kosztów płacowych. Przypuszczamy, że warunkiem koniecznym do rozpoznania wyższej rentowności na realizowanych kontraktach jest zatwierdzenie budżetu na rok 2009. Zgodnie z deklaracją spółki, większość z ryzyk Rafako było w stanie przerzucać w przeszłości na podwykonawców, w związku z tym potencjał do oszczędności z tytułu spadku kosztów usług obcych na

bieżącym portfelu zleceń wydaje się ograniczony. Podobnie sprawa przedstawia się w przypadku kosztów materiałowych. Dostrzegamy potencjał do poprawy wyników z tytułu aprecjacji EUR w stosunku do PLN, przy czym około 50% tego efektu będzie związane z wyceną transakcji zabezpieczających dokonaną na koniec Q4 2008. Istotne naszym zdaniem jest również to, że w 2009 roku Rafako nie zakończy żadnego dużego projektu. W efekcie, nie spodziewamy się istotnych pozycji z tytułu zawiązania i rozwiązania rezerw (rozwiązania rezerw, w związku ze spadkiem kosztów, mogą pojawić się w 2010 roku, wraz z zakończeniem wybranych dużych kontraktów). Podsumowując, z perspektywy bieżącego portfela zleceń oczekujemy spadku dynamiki płac i świadczeń społecznych o 5% i spadku kosztów materiałów i usług obcych o 0,5%, co łącznie przełoży się na wzrost marży brutto na sprzedaży o 1%. Opierając się na prognozie kursu walutowe BRE Banku, w całym roku 2009 efekt aprecjacji EUR dla rentowności bieżącego portfela powinien być neutralny (12,3 mln PLN niezabezpieczonej pozycji będzie kompensowane wyceną około 12 mln PLN ekspozycji wycenionej po kursie 4,17 na koniec Q4 2008).

Struktura kosztów Rafako

	H1 2008	2007	2006
Amortyzacja	1,4%	1,2%	1,5%
Zużycie materiałów i energii	43,4%	47,7%	43,7%
Usługi obce	42,2%	38,9%	39,7%
Podatki i opłaty	0,6%	0,6%	0,8%
Wynagrodzenia	9,1%	8,0%	9,9%
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	2,3%	2,1%	2,7%
Pozostałe koszty rodzajowe	1,1%	1,5%	1,7%
Koszty razem	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Raporty finansowe Rafako

Szansa na nowe kontrakty

Inwestycje energetyczne w Polsce

W stosunku do raportu o sektorze budownictwa nie zmieniamy naszych przewidywań dotyczących nowych inwestycji energetycznych w Polsce. Naszym zdaniem budowy pierwszych nowych bloków mogą się rozpocząć w warszawskich Siekierkach (Vattenfall, 460 MW), w Rybniku (EdF, 700-900 MW) oraz w Kozienicach (Enea, 1000 MW). Szacunki ekspertów zakładają konieczność rozpoczynania budowy około 1000 MW nowych mocy rocznie, w celu zastąpienia starych wyeksploatowanych bloków energetycznych. Koszt budowy 1 MW dla elektrowni węglowych to około 1,5 mln EUR. Sądzimy, że budowa pierwszych bloków ma szansę rozpocząć się w 2011 roku, budowa pozostałych zaś będzie rozpoczynana stopniowo. Zakładamy, że ilość MW nowych mocy w budowie będzie rosnąć do 2015 roku.

Inwestycje energetyczne w Niemczech

Niemcy przeżywają obecnie zwiększone wydatki na budowę obiektów energetycznych. W budowie znajduje się 14 obiektów o łącznej planowanej mocy prawie 9 GW. Zgodnie z szacunkami BDEW z grudnia 2008 roku, wydatki niemieckich przedsiębiorstw użyteczności publicznej (energetyka, ochrona środowiska, kanalizacja,...) mają w 2009 roku wynieść 9,4 mld EUR (2008: 8,2 mld EUR, + 14,5% r/r), w 2010 roku zaś 10,8 mld EUR (+15% r/r). Naturalnie, kryzys może mieć pewne przełożenie na rozpoczynanie nowych inwestycji, jednak ze względu na charakter inwestora, nie powinniśmy zobaczyć raczej ujemnych dynamik inwestycji. Wydatki przedsiębiorstw użyteczności publicznej w Niemczech kształtowały się na dość niskim poziomie w latach 1988-2008, teraz zaś mamy do czynienia z naturalnym cyklem inwestycyjnym wynikającym ze zużycia sprzętu i instalacji (ostatni duży boom miał miejsce w latach 1982-1988).

Możliwe do pozyskania nowe kontrakty

Rafako ostrożnie zakłada, że w 2009 roku zdobędzie zamówienia o wartości około 0,9-1 mld PLN (włączając potencjalny kontrakt na budowę instalacji odsiarczania w elektrowni Dolna Odra na 300 mln PLN). W efekcie, szacujemy, że portfel Rafako na początku 2010 roku mógłby wynieść 1,5-1,6 mld PLN, w porównaniu do 1,4 mld PLN obecnie (z czego 750 mln PLN przypada na rok 2009).

Szansa na korzystne rozstrzygnięcie sporu sądowego na Ukrainie

Dostrzegamy szansę na dodatkowy zysk z tytułu rozstrzygnięcia postępowania sądowego na Ukrainie. W listopadzie Sąd Gospodarczy Obwodu Donieckiego zasądził na rzecz Rafako

odszkodowanie od spółki Donieckobłenergo odszkodowanie w wysokości 56,74 mln hrywien (26 mln PLN po kursie UAH/PLN = 0,4586) z tytułu zaniechania przed 10 laty budowy kotła zamówionego w Rafako. W styczniu Doniecki Sąd Apelacyjny utrzymał w mocy postanowienie sądy I instancji, w lutym jednak spółka Donieckobłenergo złożyła skargę kasacyjną do Wyższego Sądu Gospodarczego Ukrainy. Ostateczne rozstrzygnięcie sporu pozostaje pod znakiem zapytania, w związku z tym nie uwzględniamy go w naszych prognozach.

Czy Rafako zredukuje nadpłynność bilansową?

Prognozujemy, że na koniec 2009 roku Rafako będzie posiadało 154,5 mln PLN gotówki netto, z tego dysponowanie jedynie niewielką częścią środków jest ograniczone z tytułu udzielonych gwarancji (poniżej 10% stanu gotówki). Posiadane środki miały być przeznaczone m.in. na przeprowadzenie programu inwestycyjnego, ukierunkowanego na zwiększenie mocy produkcyjnych Rafako. Obecnie, plany te są częściowo wstrzymane. Spółka oczekuje, że duża ilość wolnych środków pieniężnych może być użyteczna w przypadku realizacji kontraktów na budowę bloków energetycznych w Polsce na zasadzie generalnego wykonawstwa. Spodziewa się także, że w najbliższym czasie mogą pojawić się korzystne okazje do zawarcia transakcji przejęć. W efekcie, nie przewidujemy na razie wypłaty wolnych środków pieniężnych dla akcjonariuszy w formie dywidendy (dodatkowo, wstrzymuje to sytuacja akcjonariatu, o której piszemy w części poświęconej ryzykom inwestycyjnym).

Transakcje walutowe Elwo

Opis transakcji walutowych Elwo

Elwo w połowie 2008 roku zawarło niesymetryczne transakcje opcyjne z czterema bankami (Millennium, Fortis Bank, ING BSK, Pekao). Wartość opcji CALL to łącznie 149 mln EUR, wartość opcji PUT zaś to 70,4 mln EUR. Transakcje te zostały zidentyfikowane przez Rafako w listopadzie, a w efekcie, upublicznione. Nie doszło do porozumienia między Rafako i bankami, w efekcie ING BSK zajął środki na rachunkach Elwo, rozwiązał też umowy opcyjne (podobnie jak Fortis Bank i Millennium). W efekcie tych poczynań, zarząd Elwo złożył jeszcze przed końcem 2008 roku wniosek o upadłość.

Spółki zależne Rafako

Spółka	Udział Rafako	Działalność
PGL-DOM	100%	Zarządzanie wspólnotami mieszkaniowymi
Elwo	95,26%	Produkcja elektrofiltrów *
FPM	70,42%	Produkcja pieców, palenisk i palników piecowych
Palserwis	70,42%	Produkcja pieców, palenisk i palników piecowych
Rafako Engineering	100%	Działalność projektowa
Rafako Engineering Solutions	75%	Działalność projektowa, doradztwo i nadzór

*Źródło: Rafako ; * spółka złożyła wniosek o upadłość z likwidacją majątku*

Wpływ upadłości Elwo na wyniki finansowe Rafako

Przewidujemy, że transakcje opcyjne zawarte przez Elwo wpłyną na wykazanie w Q4 2008, w sprawozdaniu skonsolidowanym, pozostałych kosztów finansowych w wysokości 100 mln PLN. Jednocześnie, w sprawozdaniu jednostkowym zostanie wykazana strata w wysokości 19 mln PLN na odpisie wartości księgowej udziałów w Elwo. W Q1 2009 przewidujemy, że działalność Elwo będzie jeszcze konsolidowana, po czym zakładamy uznanie przez sąd upadłości spółki, w efekcie Elwo zniknie ze sprawozdania skonsolidowanego od Q2 2009. Upadłość Elwo oznacza także spadek skonsolidowanej gotówki oraz aktywów trwałych i obrotowych. Zatrudnienie grupy kapitałowej spadnie o około 400 osób, roczne skonsolidowane przychody zaś o około 150 mln PLN.

Wpływ wyceny pozycji terminowych na wyniki Q4 2008

Pozycja	mln PLN
Zysk na działalności operacyjnej	2,8
Saldo "powtarzalnych" kosztów finansowych	1,0
Strata na wycenie instrumentów pochodnych w Rafako	-18,0
Strata na działalności opcyjnej Elwo	-100,0
Zysk brutto	-114,2

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Średnioterminowy wpływ upadłości Elwo na działalność Rafako

Pozytywnie oceniamy decyzję Rafako o braku poręczeń dla zobowiązań Elwo względem banków. Szacujemy, że w wyniku poręczeń Rafako musiałoby zapłacić około 100 mln PLN, za co uniknęłoby upadłości firmy generującej około 150 mln PLN przychodów (P/S=0,66). Przy założeniu osiągnięcia przez Elwo w 2009 roku rentowności na poziomie całej Grupy Rafako (2,43%), zysk netto spółki przy 150 mln PLN przychodów wyniósłby 3,6 mln PLN (P/E=41,1). Aktywa trwałe Elwo na koniec 2006 roku warte były 27 mln PLN. Ponadto, licencje na produkcję elektrofiltrów zostały przekazane wcześniej Rafako. Podsumowując, sądzimy, że możliwe jest odtworzenie Elwo po cenie przynajmniej o połowę niższej niż koszt nie podjętej akcji ratunkowej. W krótkim terminie upadłość Elwo oznacza znaczną redukcję udziału elektrofiltrów w przychodach Grupy Rafako. W perspektywie lat produkcja elektrofiltrów może być jednak kontynuowana w strukturach Rafako (Rafako posiada licencje na produkcję elektrofiltów). Rafako zapowiada, że w wypadku zakończenia działalności Elwo (upadłość poprzez likwidację majątku), Rafako gotowe jest przejąć pracowników spółki zależnej. Przyznajemy też, że przejściowo w niewielkim stopniu może zmniejszyć się atrakcyjność oferty Rafako (niektórzy odbiorcy pozytywnie postrzegali ofertę łączącą kocioł z elektrofiltrem własnej produkcji).

Ryzyka inwestycyjne

Niepewna sytuacja akcjonariatu

Ze względu na toczące się postępowanie upadłościowe Elektrimu oraz podważone wejście w posiadanie akcji spółki przez Laris Investments, sytuacja akcjonariatu jest pod znakiem zapytania i uniemożliwia sprzedaż akcji Rafako inwestorowi branżowemu. Laris Investments objął akcje Rafako, w wyniku braku spłaty pożyczki udzielonej Elektrimowi na zakup akcji. Wierzyciele Elektrimu twierdzą, że umowa pożyczki była działaniem pozornym ukierunkowanym na przejęcie akcji Rafako. Rozprawa mająca rozstrzygnąć kwestie akcjonariatu Rafako została na przełomie stycznia i lutego po raz drugi odroczona.

Zobowiązania i należności warunkowe

Specyfika działalności w zakresie budowy kotłów wymaga udzielania gwarancji na wysokie sumy. Znajduje to odzwierciedlenie w zobowiązaniach warunkowych, które na koniec Q3 2008 wyniosły 799,4 mln PLN. Równocześnie, Rafako wymaga gwarancji od podwykonawców, w efekcie zauważalna jest duża pozycja z tytułu należności warunkowych (Q3 2008: 308,2 mln PLN). Rafako dzieli się ryzykiem wynikającym z udzielonych gwarancji ze stroną trzecią (z bankami), co generuje duże koszty finansowe (3,3 mln PLN w pierwszej połowie 2008 roku).

Gwarancje dla kontraktów Elwo

W zasadzie jedynym powiązaniem biznesowym pomiędzy Rafako i Elwo pozostają gwarancje udzielone dla produktów Elwo przez Rafako. Gwarancje te opiewają łącznie na 21,9 mln PLN, z czego 8,4 mln PLN dotyczy roku 2009. Rafako zapowiada, że prawdopodobnie przejmie kontrakty objęte wspólnymi gwarancjami. Obecnie toczą się w tej sprawie rozmowy z klientami Elwo. Przejęcie kontraktów nie wiąże się z koniecznością wytworzenia pewnych elementów ponownie, ze względu na bardzo niski stopień zaawansowania prac w Elwo, w efekcie nie powinno wpłynąć na wygenerowanie strat. Nie zakładamy przychodów z przejętych kontraktów w prognozach, gdyż przejęcie nie jest jeszcze pewne, zaś zadaniem syndyka po upadłości firmy również byłoby dokończenie obecnych kontraktów (tzn. naszym zdaniem przejęcie kontraktów zależy również od tego, czy będzie układała się współpraca Rafako z syndykiem).

Ryzyko pojawienia się konkurencji z Chin

W 5-10 letniej perspektywie czasowej dostrzegamy ryzyko w postaci konkurencji ze strony kotłów energetycznych wytwarzanych w Chinach. Ze względu na dynamiczny rozwój gospodarczy, Chiny rozpoczęły ambitny program rozbudowy bazującej w większości na węglu energetyki. Całkowita moc elektrowni działających w Chinach to 800 GW (2000: 315 GW). W 2007 i 2008 roku rocznie oddawane było około 90 GW nowych mocy (tzn. 90 razy więcej, niż planuje się rozpoczynać rocznie w Polsce). Pomimo bardzo dużych inwestycji, ciągle w Chinach powtarzały się braki prądu, bilans podaż-popyt zaś nie zrównoważył się. Można spodziewać się, że przy tak rozwiniętym programie inwestycyjnym na pewnym etapie nastąpi „przeinwestowanie", co spowoduje spadek zamówień na wyroby chińskich producentów kotłów. W efekcie, byliby oni skłonni wyjść ze swoim produktem na rynki zagraniczne. W naszym mniemaniu czynnikiem redukującym to ryzyko jest duży potencjał do rozwoju energetyki w innych krajach azjatyckich, m.in. w Indiach oraz europejskie normy jakościowe.

Ryzyko ponownego wzrostu dynamiki kosztów

Nie jest wykluczone, że w momencie wychodzenia światowych gospodarek z kryzysu, pojawi się zjawisko inflacji. Za scenariuszem inflacyjnym przemawiałby duży wzrost bazy monetarnej w USA. W efekcie, spodziewać można się powrotu cen surowców do tendencji wzrostowej oraz ponownej aprecjacji PLN. Czynniki takie mogłyby mieć negatywny wpływ na przyszłą rentowność operacyjną generowaną przez Rafako na kontraktach długoterminowych (powtórzenie scenariusza z lat 2005-2008).

Wycena porównawcza akcji spółki

Atrakcyjność wyceny spółki

Przy zastosowaniu wskaźników P/E oraz EV/EBITDA spółka wyceniana z 15% dyskontem w stosunku do grupy porównawczej (premia na P/E kompensowana jest dyskontem na wskaźniku EV/EBITDA). Sądzimy, że pole do wyceny porównawczej jest ograniczone, ze względu na brak bezpośrednich 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 biomasę 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 samorządy odpowiedzialne za budowę i utrzymanie spalarni śmieci). SES Tlmace jest najbliższym konkurentem Rafako (produkcja średnich i dużych kotłów), problemem jest jednak brak prognoz wyników finansowych dostępnych dla tej spółki.

Analiza porównawcza wyceny akcji Rafako

	P/E 2009	P/E 2010	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010	P/S 2008	P/S 2009	P/S 2010
Alstom Power	10,80	9,40	5,80	5,10	0,68	0,65	0,60
Energoinstal	5,64	5,06	1,71	1,57	0,41	0,29	0,28
Foster Wheeler	6,20	6,10	2,80	2,80	0,50	0,44	0,43
Polimex Mostostal	7,61	7,24	5,18	4,98	0,27	0,24	0,24
Ses Tlmace					0,27		
Mediana	**6,91**	**6,67**	**3,99**	**3,89**	**0,41**	**0,37**	**0,35**
Rafako	**9,38**	**7,43**	**1,96**	**1,67**	**0,21**	**0,23**	**0,23**
Premia (dyskonto)	35,87%	11,43%	-50,97%	-57,20%	-48,76%	-37,84%	-35,03%

Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Rafako szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 5,2 PLN.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 0%

Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
Przychody ze sprzedaży	**1 060,9**	**1 049,6**	**1 127,6**	**1 210,5**	**1 297,0**	**1 376,8**	**1 443,7**	**1 498,4**	**1 538,8**	**1 561,3**	
zmiana	*-7,8%*	*-1,1%*	*7,4%*	*7,4%*	*7,2%*	*6,2%*	*4,9%*	*3,8%*	*2,7%*	*1,5%*	
EBITDA	**46,3**	**54,3**	**57,5**	**52,9**	**54,3**	**56,2**	**57,2**	**56,8**	**56,9**	**55,2**	
marża EBITDA	*4,4%*	*5,2%*	*5,1%*	*4,4%*	*4,2%*	*4,1%*	*4,0%*	*3,8%*	*3,7%*	*3,5%*	
Amortyzacja	12,9	13,3	13,8	14,4	14,9	15,5	15,9	16,2	16,2	16,2	
EBIT	**33,4**	**41,0**	**43,7**	**38,6**	**39,4**	**40,7**	**41,3**	**40,6**	**40,7**	**39,1**	
marża EBIT	*3,1%*	*3,9%*	*3,9%*	*3,2%*	*3,0%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,7%*	*2,6%*	*2,5%*	
Opodatkowanie EBIT	6,3	7,8	8,3	7,3	7,5	7,7	7,8	7,7	7,7	7,4	
NOPLAT	**27,0**	**33,2**	**35,4**	**31,2**	**31,9**	**32,9**	**33,5**	**32,9**	**33,0**	**31,6**	
CAPEX	-17,4	-18,0	-20,0	-20,8	-21,6	-22,5	-20,7	-19,4	-19,4	-16,2	
Kapitał obrotowy	-2,8	-2,0	-0,9	0,1	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	
Pozostałe	-6,5	-6,4	-6,9	-7,4	-7,9	-8,4	-8,8	-9,1	-9,4	-9,5	
FCF	**13,2**	**20,1**	**21,5**	**17,5**	**16,6**	**16,9**	**19,1**	**19,8**	**19,4**	**21,4**	**21,4**
WACC	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,6%*	*10,6%*	
współczynnik dyskonta	*90,3%*	*81,6%*	*73,7%*	*66,6%*	*60,2%*	*54,3%*	*49,1%*	*44,3%*	*40,1%*	*36,3%*	
PV FCF	11,9	16,4	15,8	11,7	10,0	9,2	9,4	8,8	7,8	7,7	
WACC	***10,7%***	***10,7%***	***10,7%***	***10,7%***	***10,7%***	***10,7%***	***10,7%***	***10,7%***	***10,6%***	***10,6%***	
Koszt długu	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,9%*	*6,8%*	*6,8%*	
Stopa wolna od ryzyka	*5,7%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,7%*	*5,6%*	*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	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,7%*	*10,6%*	*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	*0,0%*
Wartość rezydualna (TV)	201,5
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	73,0
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	108,7
Wartość firmy (EV)	181,8
Dług netto	-152,9
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	0,0
Wartość firmy	334,7
Liczba akcji (mln.)	69,6
Wartość firmy na akcję (PLN)	**4,8**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	0,1
Cena docelowa	**5,2**

Analiza wrażliwości

Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	5,2	5,2	5,3	5,4	5,5
WACC -0,5pp	5,1	5,2	5,2	5,3	5,4
WACC	5,1	5,1	**5,2**	5,2	5,3
WACC +0,5pp	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2
WACC +1,0pp	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2

EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	8,2
P/E('09) dla ceny docelowej	13,0
Udział TV w EV	22%

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przychody ze sprzedaży	**777,2**	**1 137,5**	**1 150,3**	**1 060,9**	**1 049,6**	**1 127,6**
zmiana	*54,5%*	*46,4%*	*1,1%*	*-7,8%*	*-1,1%*	*7,4%*
Koszt własny sprzedaży	705,1	1 065,3	1 067,6	973,7	954,3	1 023,3
Zysk brutto na sprzedaży	72,1	72,2	82,7	87,2	95,3	104,3
marża brutto na sprzedaży	*9,3%*	*6,3%*	*7,2%*	*8,2%*	*9,1%*	*9,2%*
Koszty sprzedaży	-17,7	-18,2	-20,4	-19,1	-19,4	-22,0
Koszty ogólnego zarządu	-22,4	-24,2	-31,3	-29,7	-29,9	-33,3
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	-7,7	-5,0	-5,0	-4,9	-5,3
EBIT	**20,9**	**22,1**	**26,0**	**33,4**	**41,0**	**43,7**
zmiana	*45,3%*	*5,3%*	*17,8%*	*28,4%*	*23,0%*	*6,6%*
marża EBIT	*2,7%*	*1,9%*	*2,3%*	*3,1%*	*3,9%*	*3,9%*
Wynik na działalności finansowej	-3,8	-3,7	-124,8	0,0	0,7	1,4
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**17,2**	**18,4**	**-98,8**	**33,4**	**41,7**	**45,1**
Podatek dochodowy	-3,9	-5,8	18,1	-6,3	-7,9	-8,6
Zysk akcjonariuszt mniejszościowych	0,6	0,4	-1,9	1,3	1,3	1,4
Zysk netto	**12,8**	**12,2**	**-78,8**	**25,7**	**32,5**	**35,2**
zmiana	*-*	*-4,6%*	*-746,6%*	*-132,7%*	*26,2%*	*8,3%*
marża	*1,6%*	*1,1%*	*-6,9%*	*2,4%*	*3,1%*	*3,1%*
Amortyzacja	10,7	13,1	15,0	12,9	13,3	13,8
EBITDA	**31,7**	**35,1**	**41,0**	**46,3**	**54,3**	**57,5**
zmiana	*29,3%*	*10,8%*	*16,8%*	*12,8%*	*17,4%*	*5,9%*
marża EBITDA	*4,1%*	*3,1%*	*3,6%*	*4,4%*	*5,2%*	*5,1%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
EPS	0,7	0,2	-1,1	0,4	0,5	0,5
CEPS	1,4	0,4	-0,9	0,6	0,7	0,7
ROAE	*5,7%*	*4,2%*	*-25,6%*	*8,6%*	*9,4%*	*9,3%*
ROAA	*2,2%*	*1,7%*	*-10,2%*	*3,5%*	*4,6%*	*4,7%*

Bilans

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
AKTYWA	**688,5**	**787,3**	**762,0**	**699,1**	**725,9**	**783,1**
Majątek trwały	**185,2**	**197,4**	**251,4**	**215,0**	**219,6**	**225,8**
WNiP	3,8	4,7	5,1	3,1	3,1	3,1
Wartość firmy	0,0	0,0	5,0	4,0	4,0	4,0
Rzeczowe aktywa trwałe	128,7	144,7	181,4	155,9	160,6	166,8
Aktywa finansowe	18,9	14,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	33,8	33,1	56,2	48,2	48,2	48,2
Majątek obrotowy	**503,3**	**589,9**	**510,6**	**484,1**	**506,2**	**557,3**
Zapasy	20,3	29,7	40,9	37,3	36,6	39,3
Należności	192,8	222,3	204,9	188,9	186,9	200,8
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	65,8	94,7	94,5	87,2	86,3	92,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	223,2	241,8	169,0	169,4	195,2	223,3
Inne	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
PASYWA	**688,5**	**787,3**	**762,0**	**699,1**	**725,9**	**783,1**
Kapitał własny	**230,5**	**347,1**	**268,3**	**329,0**	**361,5**	**396,7**
Kapitał mniejszości	6,2	2,4	2,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania długoterminowe	**20,7**	**34,1**	**50,6**	**50,6**	**50,6**	**50,6**
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	16,5	16,5	16,5	16,5
Rezerwy i inne	20,7	34,1	34,1	34,1	34,1	34,1
Zobowiązania krótkoterminowe	**431,1**	**403,6**	**440,7**	**318,0**	**312,3**	**334,4**
Pożyczki i kredyty	1,0	11,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	189,4	219,9	190,1	173,4	169,9	182,2
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	93,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	240,7	172,3	157,6	144,6	142,3	152,1
Dług	1,0	11,3	16,5	16,5	16,5	16,5
Dług netto	-222,2	-230,5	-152,5	-152,9	-178,7	-206,8
(Dług netto / Kapitał własny)	*-96,4%*	*-66,4%*	*-56,8%*	*-46,5%*	*-49,4%*	*-52,1%*
(Dług netto / EBITDA)	-7,0	-6,6	-3,7	-3,3	-3,3	-3,6
BVPS	13,2	5,0	3,9	4,7	5,2	5,7

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
Przepływy operacyjne	**163,7**	**-68,6**	**3,9**	**17,8**	**43,1**	**46,7**
Zysk netto	12,8	12,2	-78,8	25,7	32,5	35,2
Amortyzacja	10,7	13,1	15,0	12,9	13,3	13,8
Kapitał obrotowy	159,2	-83,9	-38,1	-2,8	-2,0	-0,9
Pozostałe	-19,1	-10,0	105,8	-18,0	-0,7	-1,4
Przepływy inwestycyjne	**-132,7**	**-75,5**	**-57,1**	**-17,4**	**-18,0**	**-20,0**
CAPEX	-13,8	-31,6	-27,9	-17,4	-18,0	-20,0
Inwestycje kapitałowe	-125,1	-49,4	-29,2	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,1	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	**-4,3**	**107,9**	**-19,6**	**0,0**	**0,7**	**1,4**
Emisja akcji	0,0	104,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,1	10,2	5,2	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-4,0	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	**26,7**	**-36,2**	**-72,8**	**0,4**	**25,8**	**28,1**
Środki pieniężne na koniec okresu	223,2	241,8	169,0	169,4	195,2	223,3
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	161,1	-107,6	-198,3	13,2	20,1	21,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*1,8%*	*2,8%*	*2,4%*	*1,6%*	*1,7%*	*1,8%*

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008P	2009P	2010P	2011P
P/E	4,7	19,8	-3,1	9,4	7,4	6,9
P/CE	2,6	9,6	-3,8	6,2	5,3	4,9
P/BV	0,3	0,7	0,9	0,7	0,7	0,6
P/S	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	*-187,7%*	*-117,6%*	*-216,8%*	*14,6%*	*22,3%*	*23,7%*
EV/EBITDA	-2,7	2,6	2,2	2,0	1,7	1,6
EV/EBIT	-4,1	4,1	3,5	2,7	2,2	2,1
EV/S	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
DYield	*0,4%*	*0,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Cena (PLN)	**3,5**					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
MC (mln PLN)	60,4	241,5	241,5	241,5	241,5	241,5
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,2	2,4	2,4	1,4	1,4	1,4
EV (mln PLN)	-85,9	91,5	91,5	90,5	90,5	90,5

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.kliszcz@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

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 Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@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 księgowa*
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 księgowa) - 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 miedzy 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 został przekazany do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści raportu. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Rafako