

6 listopada 2009

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

Kupuj

(Niezmieniona)

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

Q3 2009: dziwny wynik, zdarzenia jednorazowe

Obecna cena 9,8 PLN, Cena docelowa 11,6 PLN

Tendencje przedstawione w prognozie wyników kwartalnych zmaterializowały się (wysoka marża brutto na sprzedaży, wysokie pozostałe koszty operacyjne). Mimo to, odchylenia wyniku od prognoz są zauważalne. Największym zaskoczeniem dla nas jest poziom przychodów, który był o 21% niższy od naszych oczekiwań. Sądzymy, że tak duży spadek przychodów r/r jest przejściowy i nie będzie powtarzał się w kolejnych kwartałach. Marża zysku brutto ze sprzedaży okazała się bardzo wysoka i wyniosła aż 18,1%. Duży wpływ na wysokość marży miały rozwiązania rezerwy, m.in. na wycenę kontraktów długoterminowych (łącznie, netto, rozwiązano rezerwy na kwotę 19,7 mln PLN). Spółka wraz z postępem prac i negocjacją przewidzianych ryzyk rozwiązuje stopniowo zawiązywane uprzednio rezerwy na kontrakty (podobna sytuacja jak na przykład w Budimexie). Bez uwzględnienia rezerw, zysk brutto ze sprzedaży w Q3 2009 wyniósłby 19,7 mln PLN (marża brutto ze sprzedaży: 9%).

Koszty ogólne okazały się nieznacznie wyższe od oczekiwań (14,6 mln PLN, oczekiwaliśmy: 13,9 mln PLN). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 14,9 mln PLN (oczekiwane: 6 mln PLN), z czego największe pozycje to rezerwy na kary umowne (-12,1 mln PLN), koszty napraw gwarancyjnych (-2 mln PLN), ujemny wynik z aktualizacji należności (-1,1 mln PLN), dodatnia zmiana stanu rezerw na niewykorzystane urlopy (+1,3 mln PLN). Zysk operacyjny wyniósł około 10 mln PLN (marża: 4,6%). Saldo pozostałych kosztów finansowych okazało się dodatnie (+2,4 mln PLN, oczekiwaliśmy neutralnego salda). Jedną z przyczyn różnic w prognozach i wyniku był wyższy wynik na wycenie instrumentów pochodnych (10,5 mln PLN) niż ujemne saldo różnic kursowych (6,9 mln PLN). Stopa podatkowa była wysoka, gdyż wyniosła 29,9%. Ostatecznie wynik netto wyniósł 8,4 mln PLN, czyli był niższy od naszych oczekiwań. Jednocześnie, wynik jest zbliżony do konsensusu prognoz. Podsumowując, biorąc pod uwagę liczne kształtujące go zdarzenia jednorazowe, nasza interpretacja wyniku jest neutralna. Niekorzystnie wypada spadek przychodów, uważamy jednak, że jest on przejściowy i nie będzie w kolejnych kwartałach kontynuowany. Z drugiej strony, atrakcyjna wydaje nam się wysoka marża brutto ze sprzedaży, choć nie da się jednak ukryć, że wynika ona z rozwiązywania rezerw na kontrakty. Atrakcyjne wydają nam się czynniki (opisane dalej w tekście), wspomniane w sprawozdaniu finansowym, które w Q4 2009 mogą pozytywnie wpłynąć na wynik. Podtrzymujemy pozytywną rekomendację.

Wyniki Rafako Q3 2009 vs. prognozy i konsensus PAP

(mln PLN)	IIIQ 2009	IIIQ 2008	Różnica Prognoza DI BRE	Różnica Konsensus PAP	Różnica		
Przychody	217,8	294,6	-26,1%	276,1	-21,1%	247,0	-11,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	39,4	11,3	250,5%	33,1	19,0%	-	-
%	18,1%	3,8%		12,0%	-	-	-
EBIT	10,0	4,4	126,1%	13,2	-24,6%	10,1	-1,2%
%	4,6%	1,5%		4,8%	-	4,1%	-
Zysk brutto	12,4	5,3	135,1%	13,1	-5,6%	-	-
Zysk netto	8,4	4,6	80,9%	10,2	-18,3%	8,0	4,2%
%	3,8%	1,6%		3,7%	-	3,3%	-

Źródło: DI BRE, Rafako, PAP

Czynniki wpływające na wyniki Q4 2009

W załączniku do sprawozdania zarząd przedstawił czynniki, które mogą wpływać na wyniki Q4 2009. Jest nim między innymi uzgodnienie podmiotu roszczeń oraz ich wartości w zakresie reklamacji gwarancyjnej na jednym z zakończonych kontraktów (na przewidywaną wartość kosztów reklamacji utworzono rezerwę). Na wynik wpłynąć może też decyzja jednego z klientów o naliczeniu kary za opóźnienia (w Q3 utworzono rezerwę na maksymalną wielkość kary). W przypadku różnic w naliczeniu i rezerwie, część rezerwy może być rozwiązana. Rafako prowadzi także negocjacje w polskim kliencie w sprawie wzrostu ceny kontraktowej, zwiększenia zakresu realizowanego kontraktu i wydłużenia terminów kontraktowych. Ewentualne skutki re negocjacji mogą zostać ujęte w wynikach Q4 2009. Wpływ mogą również mieć skutki negocjacji z partnerem konsorcjalnym w zakresie wzajemnych roszczeń dotyczących kosztów wykonania kontraktu na polskiego klienta. Pomyślne zakończenie negocjacji pozwoli na rozwiązanie części lub całości rezerw utworzonych na koszty kontraktów. W wynikach Q4 2009 może także pojawić się rozstrzygnięcie sporu sądowego na Ukrainie oraz ewentualne rozstrzygnięcia sporu z ING Bank Śląski z tytułu gwarancji solidarnej odpowiedzialności wraz ze spółką Elwo (utworzono rezerwę na całość kwoty, możliwe częściowe lub całkowite rozwiązanie).

Ruchy na rezerwach, Q1-Q3 2009 (tys. PLN)

Rezerwa na:	1 stycznia 2009	Zwiększenia	Zmniejszenia	Na koniec okresu
Q3 2009 (A=B-C)				
Przewidywane straty na kontraktach	2 522	508	-575	1 317
Nagrody jubileuszowe i odprawy emerytalne	19 819	0	0	19 810
Urlipy	1 003	25	-1 335	1 552
Naprawy gwarancyjne	5 686	1 554	-1 859	4 889
Pozostałe koszty	1 619	14 134	-1 293	14 265
Podatek odroczony	3 401	1 059	-690	3 451
Premie	6 706	4 166	-3 526	13 056
Wycena kontraktów długoterminowych	125 402	-69 462	38 013	55 940
Roszczenia sporne	0	286	0	0
Pozostałe koszty	251	-671	-74	207
Suma		-48 401	28 661	
Netto zmniejszenia rezerw			19 740	
Q1-Q3 2009 (B)				
Przewidywane straty na kontraktach	2 522	558	-1 763	1 317
Nagrody jubileuszowe i odprawy emerytalne	19 819	0	-9	19 810
Urlipy	1 003	1 884	-1 335	1 552
Naprawy gwarancyjne	5 686	3 564	-4 361	4 889
Pozostałe koszty	1 619	14 134	-1 488	14 265
Podatek odroczony	3 401	1 095	-1 045	3 451
Premie	6 706	11 533	-5 183	13 056
Wycena kontraktów długoterminowych	125 402	-69 462		55 940
Roszczenia sporne		8 946		
Pozostałe koszty	251	151	-195	207
Q1-Q2 2009 (C)				
Przewidywane straty na kontraktach	2 522	50	-1 188	1 384
Nagrody jubileuszowe i odprawy emerytalne	19 819		-9	19 810
Urlipy	1 003	1 859	0	2 862
Naprawy gwarancyjne	5 686	2 010	-2 502	5 194
Pozostałe koszty	1 619	0	-195	1 424
Podatek odroczony	3 401	36	-355	3 082
Premie	6 706	7 367	-1 657	12 416
Wycena kontraktów długoterminowych	125 402		-38 013	87 389
Roszczenia sporne		8 660		
Pozostałe koszty	1 407	822	-121	2 108

Źródło: Rafako, DI BRE

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, Deweloperzy

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

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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

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

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.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Certyfikaty Skarbiec Nieruchomości, Erbud, Es-System, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Mondi, Nepentes, Optopol, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: 05 NFI, Agora, Ambra, Arkus, ASPA, Bakalland, BIAFORM, BRE Bank, Cegielnie Bydgoskie, Centromor, Computerland, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Ergoaparatura, Erbud, ERGIS-EUROFILMS, Es-System, Farmacol, FAT, Ferrum, GTC, Intergroclin Auto, Izo-Erg, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odlewnia Żeliwa, Odratrans, Pemug, PGE, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Przedsiębiorstwo Robót Kolejowych 7, Rolimpex, RYFAMA, Seco Warwick, Sokołów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WAN, ZA Puławy, ZUGIL.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy *DI BRE* było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klima, LW Bogdanka. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

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.