

23 marca 2010

**Komentarz specjalny**

**Budownictwo**

Polska

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

**Rafako**

RAFA.WA; RFK.PW

**Trzymaj**

(Niezmieniona)

**Wyniki Q4 2009 - dobre na poziomie operacyjnym**
**Obecna cena 13,3 PLN, Cena docelowa 13,5 PLN**

Roczne wyniki Rafako są trudne w interpretacji, gdyż spółka w istotny sposób zmieniła prezentację wyników i zasady księgowania wybranych pozycji w sprawozdaniu finansowym. Ostatecznie, po dokonaniu szeregu korekt, mających na celu uzyskanie wyników porównywalnych na poziomie operacyjnym, stwierdzamy, że wyniki są lepsze od naszych oczekiwań na poziomie operacyjnym o około 2,5 mln PLN. Dokonując prognozy wyników finansowych za Q4 2009, nie braliśmy jeszcze pod uwagę zmian zasad księgowości w Rafako, wzięliśmy je natomiast pod uwagę dokonując prognoz na lata 2010+ w zaktualizowanym raporcie nt. perspektyw sektora energetycznego. Podtrzymujemy opinię, że Rafako jest spółką w największym stopniu eksponowaną na wzrost inwestycji w energetyce. Mimo to, obecna wycena spółki pozostaje wysoka (P/E 2010 = 17,6). Potencjał do generowania pozytywnych wiadomości pojawi się pod koniec roku (możliwość zdobycia kontraktów na budowę bloku w Opolu i Siekierkach). Podtrzymujemy rekomendację neutralną.

Najpierw dokonujemy opisu nominalnych wyników Q4 2009, implikowanych wynikiem RS 2009, a następnie przechodzimy do opisu zastosowanych korekt. Przychody Rafako w Q4 2009 były o 11% niższe od naszych oczekiwań, co tłumaczymy późniejszym wejściem w życie wybranych zakontraktowanych prac. Marża zysku brutto ze sprzedaży była niższa od naszych oczekiwań (4,7%, prognoza: 9,2%). W Q4 2009 Rafako utworzyło rezerwy na naprawy gwarancyjne i straty na kontraktach w kwocie 12,4 mln PLN. Marża brutto skorygowana o wielkość utworzonych rezerw wynosi 9,3% i jest bliska oczekiwaniom. Utworzenie rezerw było zapowiadane przez prezesa Rafako w wywiadach poprzedzających publikację wyników.

Koszty ogólne działalności wyniosły 15,2 mln PLN (prognoza: 15,4 mln PLN). Znacznie wyższe okazało się saldo pozostałych przychodów operacyjnych (11,6 mln PLN, prognoza: -0,3 mln PLN). Duża część z pozostałych przychodów operacyjnych to efekt odwrócenia rezerw na kary umowne (5,8 mln PLN). Ostatecznie, EBIT wyniósł 8,7 mln PLN, podczas gdy my prognozowaliśmy 11,7 mln PLN. Pozostałe przychody finansowe netto w Q4 2009 wyniosły 10,5 mln PLN (prognoza: 3,5 mln PLN). Uważamy, że przeważająca część różnicy w prognozie i faktycznych kosztach finansowych netto wynika ze zmiany zasad księgowości, dokonanej w Q4 2009.

Dotychczas Rafako zaliczało prowizje bankowe do pozostałych kosztów finansowych. Obecnie, pozycja ta została przeniesiona do kosztów własnych sprzedaży. W raporcie RS 2009 Rafako przedstawiło korektę wyników za rok 2008. W wyniku korekty, pozostałe przychody finansowe netto wzrosły o 5,9 mln PLN, zysk brutto na sprzedaży zaś zmalał o 4,7 mln PLN. Ze względu na porównywalny poziom przychodów r/r, uważamy, że korektę za rok 2008 można traktować jako przybliżenie korekty zasad rachunkowości dokonanej w 2009 roku. W efekcie, zakładamy, że z różnicy w wyniku i prognozie kosztów finansowych w wysokości 7 mln PLN, około 5 mln PLN to wynik zmiany zasad księgowości. 5 mln PLN powiększające pozostałe przychody finansowe netto jednocześnie powiększa koszty własne sprzedaży. Skorygowana o ten efekt marża brutto ze sprzedaży (po korekcie o utworzone rezerwy) rośnie z 9,3% do 11,2%. Ten poziom marży można uznać za powtarzalny. Jest on wyższy od naszych prognoz. Wynik brutto na sprzedaży przy zastosowaniu marży brutto w wysokości 11,2% wyniósłby 29,6 mln PLN, tzn. byłby o 2,3 mln PLN wyższy od naszych prognoz. Wynik EBIT byłby o 2,5 mln PLN wyższy od naszych prognoz.

Zaksięgowany podatek dochodowy jest zgodny z naszymi oczekiwaniami, niższy jest zaś wynik akcjonariuszy mniejszościowych (-0,3 mln PLN, prognoza: 0,45 mln PLN). Wyniki oceniamy pozytywnie.

### Wyniki Q4 2009 vs. prognoza i konsensus PAP

| (mln PLN)                        | Q4 2009 | Q4 2009P | Różnica | konsensus | Różnica | Q4 2008 | Zmiana  |
|----------------------------------|---------|----------|---------|-----------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży           | 264,5   | 297,4    | -11,0%  | 254,0     | 4,1%    | 305,7   | -13,5%  |
| Zysk brutto ze sprzedaży         | 12,3    | 27,4     | -55,0%  | -         | -       | 60,5    | -79,7%  |
| Marża %                          | 4,7%    | 9,2%     | -       | -         | -       | 19,8%   | -       |
| EBIT                             | 8,7     | 11,7     | -25,6%  | 7,3       | 18,7%   | 32,2    | -73,0%  |
| Marża %                          | 3,3%    | 3,9%     | -       | 2,9%      | -       | 10,5%   | -       |
| Zysk brutto przed opodatkowaniem | 19,2    | 15,2     | 26,4%   | -         | -       | -46,6   | -141,1% |
| Marża %                          | 7,2%    | 5,1%     | -       | -         | -       | -15,2%  | -       |
| Zysk netto                       | 16,8    | 11,8     | 41,6%   | 7,1       | 136,9%  | -22,6   | -174,2% |
| Marża %                          | 6,3%    | 4,0%     | -       | 2,8%      | -       | -7,4%   | -       |

*Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako, PAP*

### Korekta wyników 2008 roku: raport RS 2008 vs. raport RS 2009

| (mln PLN)                         | Wg. raportu<br>RS 2008 | Wg. raportu<br>RS 2009 | Zmiana |
|-----------------------------------|------------------------|------------------------|--------|
| Przychody                         | 1125,6                 | 1125,7                 | 0,2    |
| Zysk brutto                       | 120,4                  | 115,7                  | -4,7   |
| Marża %                           | 10,7%                  | 10,3%                  | -      |
| Koszty ogólne                     | 40,5                   | 57,0                   | 16,4   |
| Pozostałe koszty operacyjne netto | -19,1                  | -2,9                   | 16,2   |
| EBIT                              | 60,8                   | 55,9                   | -4,9   |
| Marża %                           | 5,4%                   | 5,0%                   | -      |
| Przychody finansowe netto         | -11,9                  | -6,0                   | 5,9    |
| Zysk netto                        | -11,6                  | -11,2                  | 0,4    |
| Marża %                           | -1,0%                  | -1,0%                  | -      |

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako

### Zmiany stanu rezerw, Q4 2009 vs. Q3 2009

| Typ rezerwy                          | Zmiana: Q4<br>2009 | Stan Q4<br>2009 | Stan Q3 2009 |
|--------------------------------------|--------------------|-----------------|--------------|
| Naprawy gwarancyjne                  | 8,3                | 13,2            | 4,9          |
| Kontrakty budowlane                  | 4,1                | 5,4             | 1,3          |
| Opóźnienia, kary umowne, inne koszty | -5,8               | 8,4             | 14,3         |
| Z tego koszty własne sprzedaży       | 12,4               | 18,6            | 6,2          |
| Z tego pozostałe koszty operacyjne   | -5,8               | 8,4             | 14,3         |

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38  
Dyrektor Zarządzający  
Dyrektor Departamentu Analiz  
[michal.marczak@dibre.com.pl](mailto: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](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klisczyk@dibre.com.pl](mailto:kamil.klisczyk@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

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

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

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

#### **Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:**

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

Marzena Lempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95  
Wicedyrektor  
[marzena.lempicka@dibre.com.pl](mailto:marzena.lempicka@dibre.com.pl)

#### **Maklerzy:**

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

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

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

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

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

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

#### **„Prywatny Makler”**

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

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

Dom Inwestycyjny  
BRE Banku S.A.  
ul. Wspólna 47/49  
00-950 Warszawa  
[www.dibre.com.pl](http://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 stanowił 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, Pemug, Polimex-Mostostal, Torfarm.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Ambra, Arkus, Bakalland, BRE Bank, Deutsche Bank, DZ Bank Polska, Elektrobudowa, Elzab, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Interagroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Techmex, Torfarm, Unibep, WSiP, ZA Puławy.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: Centrum Klimy, 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.