

8 września 2010

Komentarz specjalny

**Budownictwo**

Polska

Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

Akumuluj

(Niezmieniona)

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

Wyniki Q2 2010 - dobre na poziomie operacyjnym

Obecna cena: 13,0 PLN; Cena docelowa: 13,7 PLN

Wyniki Rafako za Q2 2010 istotnie różnią się od naszych szacunków i konsensusu, ostateczna ocena rezultatów jest pozytywna. Główną przyczyną pozytywnych zaskoczeń są wyższe o 41% od naszych szacunków przychody. Źródłem przekroczenia prognozy przychodów jest wyższe niż oczekiwane zaawansowanie największych kontraktów spółki na koniec Q2 2010 (Bełchatów, Siekierki). Marża brutto ze sprzedaży jest znacznie wyższa od naszych oczekiwań (17,8%, prognoza: 9,8%). Przyczyną wyższej marży są rozwiązania rezerw, w tym na wycenę kontraktów (21,4 mln PLN) i straty na kontraktach (4,5 mln PLN). Skorygowana o efekt rozwiązanych rezerw marża brutto wynosi około 11,2%. Koszty zarządu są wyższe od naszych oczekiwań (15,9 mln PLN, prognoza: 12,7 mln PLN) i również rekordowe w historii spółki. Sądzymy, że wpływ na większe koszty ma większa sprzedaż (wyższe koszty sprzedaży) oraz wydatki poczynione w związku z due diligence PAK-u oraz kopalni. Na poziomie pozostałych kosztów operacyjnych netto wynik obciąża kwota 24,8 mln PLN, z czego 26,4 mln PLN to rezerwa na naprawy gwarancyjne. Ostatecznie, EBIT wyniósł 19,2 mln PLN, tzn. był o 9,1 mln PLN wyższy od naszych założeń. Na poziomie netto wyniki zbliżone do naszej prognozy gwarantuje niższe dodatnie saldo pozostałych kosztów finansowych (saldo: -5,3 mln PLN). Uwagę zwraca bardzo dużo zawiązanych i rozwiązanych rezerw. Sądzymy, że sytuacja Rafako w kolejnych kwartałach przedstawia się dobrze, poduszką bezpieczeństwa są rezerwy, które są naszym zdaniem zbyt duże w stosunku do faktycznych potrzeb (nawet o kilkadziesiąt mln PLN). Oczekujemy, że potencjalne rozwiązywanie rezerw, którego można spodziewać się w Q4 2010, pomogą wypełnić nasze prognozy zysku netto. Podtrzymujemy nasze prognozy na rok 2010 i 2011 oraz rekomendację akumuluj.

Wyniki Q2 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q2 2010	Q2 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q2 2009	Zmiana
Przychody	337,4	240,0	40,6%	250,0	34,9%	271,6	24,2%
Zysk brutto na sprzedaży	59,9	23,5	154,8%	-	-	29,5	103,2%
Marża %	17,8%	9,8%	-	-	-	10,9%	-
EBIT	19,2	10,1	90,4%	17,9	7,5%	10,9	75,9%
Zysk brutto	15,1	12,7	18,9%	-	-	7,7	97,1%
Zysk netto	11,5	10,1	13,1%	12,7	-9,7%	3,8	199,6%

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

Przychody Rafako okazały się o 40,6% wyższe od naszych oczekiwań. Przyczyną wyższych przychodów jest wyższe skalkulowane przez spółkę zaawansowanie kontraktów budowlanych na koniec Q2 2010. Poziom przychodów zanotowany w Q2 2010 jest rekordowy w historii Rafako. Trudno powiedzieć, czy wysokie przychody naliczone w Q2 2010 mogą negatywnie wpływać na naliczenie przychodów w Q3 2010. Marża brutto wyniosła 17,8% (prognoza: 9,8%), przy czym po korekcie o rezerwy, które potencjalnie mogły zawyżać marżę brutto, marża spada do 11,2% (ciągle powyżej naszych prognoz). Rezerwy dotyczą kontraktu krajowego, za którym nastąpiło zwiększenie ceny kontraktowej, a także rewizji kosztów kontraktu (pozytywnie zakończona próba wodna kotła). Sądzymy, że chodzi tutaj o kontrakt na budowę kotła w Bełchatowie, realizowany w konsorcjum z Alstomem. Sądzymy, że spółka ciągle utrzymuje duże rezerwy związane z kontraktem, które w Q4 2010 lub w 2011 roku powinny zostać rozwiązane.

Koszty zarządu i sprzedaży wyniosły 15,9 mln PLN (prognoza: 12,7 mln PLN). Sądzymy, że wyższe koszty to wynik wyższej sprzedaży oraz prowadzonej akwizycji PAK i kopalni (w tym koszty due diligence). Pozostałe koszty operacyjne netto wyniosły 24,8 mln PLN, z czego 26,4 mln PLN to rezerwa na naprawy gwarancyjne, które dotyczą trzech kontraktów eksportowych. Kwota rezerw to szacunek kosztów reklamacji. Kontrakty zostały już zakończone, stąd klasyfikacja rezerwy do pozostałych kosztów operacyjnych. Koszty reklamacji związane są z zastrzeżeniami klientów co do kotłów wykonanych z nowych stopów stali energetycznych. Podobne problemy miało szereg spółek z branży, w tym Energoinstal, czy Remak. Rafako obejmuje kotły gwarancją, jednak z drugiej strony wykonuje zlecenie w oparciu o projekt. Jeśli problem wynika z wad materiału przewidzianego w projekcie, możliwe jest, że ostatecznie odpowiedzialność ponosić będzie firma projektowa lub dostawca materiałów. W Europie problem pęknięcia związany ze stosowaniem nowatorskich stopów stali dotyczy kilkunastu kotłów. Paradoksalnie, cała sytuacja w dłuższym horyzoncie może być korzystna dla Rafako, gdyż może ona kreować dodatkowy popyt na remonty nowych kotłów.

Ostatecznie EBIT wyniósł 9,1 mln PLN, w porównaniu do prognozowanych 10,1 mln PLN. Pozostałe koszty finansowe netto w Q2 2010 wyniosły -5,3 mln PLN (prognoza: +2,6 mln PLN). Różnica wynika naszym zdaniem z ujemnego salda różnic kursowych i instrumentów pochodnych (2,5 mln PLN), nie uwzględnionych w prognozie kosztów akwizycji (3,5 mln PLN), a



także rezerwy na koszty finansowe (2,1 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 22,6%, zaś zysk akcjonariuszy mniejszościowych 0,2 mln PLN. Ostatecznie wynik netto w Q2 2010 wyniósł 11,5 mln PLN (prognoza: 10,1 mln PLN).

Zmiany stanu rezerw, Q2 2010, Q1 2010 i Q4 2009

Rezerwa na:	Stan Q2 2010	Zmiana	Stan Q1 2010	Zmiana	Stan Q4 2009
Straty na kontraktach	3,6	-4,5	8,1	2,7	5,4
Nagrody i odpawy	22,7	1,0	21,7	0,0	21,7
Urlopy	3,1	1,0	2,1	1,0	1,1
Naprawy gwarancyjne	8,4	-1,8	10,2	-3,0	13,2
Pozostałe koszty	34,5	26,3	8,1	0,1	8,1
Podatek odroczone	3,1	0,1	3,0	-0,1	3,0
Premie	14,8	1,5	13,3	4,0	9,4
Wycena kontraktów	73,2	-21,4	94,6	14,6	79,9
Pozostałe	2,2	2,1	0,1	-0,4	0,5
Suma	165,5	4,4	161,1	18,8	142,2

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
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

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

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

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

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 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, Mondy, Nepentes, Neuca, Pemug, Polimex-Mostostal.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: 01 NFI, Rubikon Partners NFI, Asseco Poland, Erbud, Es-System, Macrologic, Mieszko, Mondy, Monnari Trade, Nepentes, Neuca, Optopol, Pemug, PKN Orlen, PKO BP, TP SA, TVN, Unibep.

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, Enea, Energoaparatúra, Energomontaż Północ, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Fortis Bank, GTC, Intergroclin Auto, Koelner, Komputronik, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Mostostal Warszawa, Nepentes, Neuca, Odratrans, Pemug, PGF, PGNiG, Polimex-Mostostal, Polmos Lublin, Polnord, Prokom Software, PZU, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Sfinks, Sokółów, Sygnity, Tauron, Techmex, Unibep, WSIP, ZA Puławy, ZUE.

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

DI BRE jest oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółki ZUE.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. pełnił funkcję współprowadzącego księgę popytu w Polsce dla Tauron Polska Energia 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.