



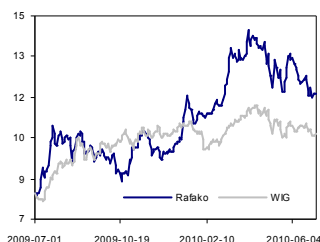
Rafako (Kupuj)

Cena bieżąca: 11,95 PLN Cena docelowa: 14 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2010-07-05

(mIn PLN)	2008	2009	zmiana	2010P	zmiana	2011P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	1 125,6	963,7	-14,4%	1 036,0	7,5%	1 477,0	42,6%	Liczba akcji (mIn)	69,6
EBITDA	76,1	67,5	-11,3%	68,0	0,7%	78,1	15,0%	MC (cena bieżąca)	831,7
marża EBITDA	6,8%	7,0%		6,6%		5,3%		EV (cena bieżąca)	584,3
EBIT	60,8	53,9	-11,3%	54,0	0,2%	63,7	17,9%	Free float	21,8%
Zysk netto	-1,4	37,7		51,4	36,1%	60,2	17,2%		
P/E		22,0		16,2		13,8		Zmiana ceny: 1m	-10,8%
P/CE	59,4	16,2		12,7		11,1		Zmiana ceny: 6m	16,6%
P/BV	2,5	2,3		2,0		1,8		Zmiana ceny: 12m	49,4%
EV/EBITDA	7,7	8,8		8,6		6,7		Max (52 tyg.)	14,5
Dyid (%)	0,0	0,0		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	8,0



Rafako spośród podmiotów notowanych na GPW posiada największą ekspozycję na możliwość rozwoju w zakresie generalnego wykonawstwa bloków energetycznych. Pierwsze tego typu kontrakty mogą zostać rozstrzygnięte na przełomie 2010 i 2011 roku. Wcześniej, bo już najwcześniej za miesiąc mogą rozstrzygnąć się kontrakty na modernizację w Bełchatowie. Uważamy, że korzystne rozstrzygnięcie przetargów energetycznych może pozwolić spółce na osiągnięcie nawet 2 mld PLN przychodów w roku 2012. Niestety, w krótszym horyzoncie kontrakty energetyczne mają tendencję do opóźniania się. Z tego powodu przychody i ogólnie wyniki Q2 2010 będą porównywalne do wyników Q1 2010. Na brak wzrostu przychodów q/q wpłynie też powódź, skutkująca opóźnieniem dostaw podwykonawców na wybrane duże budowy Rafako. Uważamy, że bardzo trudno jednoznacznie się wypowiedzieć na temat przejęcia PAK-u. Z jednej strony, istnieje ryzyko, że koszt przejęcia będzie zbyt wysoki i ograniczy możliwość rozwoju w ramach generalnego wykonawstwa. Z drugiej strony, nie można wykluczyć, że spółka znajdzie partnera współfinansującego inwestycję lub/i obejmie pakiet PAK-u i kopalni po bardzo atrakcyjnej cenie. Kolejną alternatywą jest rzecz jasna przejęcie pakietu przez drugiego konkurenta lub wycofanie się Skarbu Państwa z transakcji. Sądzymy, że ze względu na ograniczenia finansowe, prawdopodobieństwo, że Rafako przeplaci za PAK jest bardzo niewielkie. Samo prawdopodobieństwo przejęcia pakietu akcji przez Rafako szacujemy na jedynie 30% i nie uwzględniamy go w prognozach. Z uwagi na spadek wyceny spółki, podnosimy rekomendację inwestycyjną do kupuj.

Prezes liczy na duże kontrakty

Obecnie wartość portfela zamówień Rafako to 2,5 mld PLN. Dla spółki kluczowy będzie przyszły rok. Wtedy powinny zakończyć się warte ponad 20 mld PLN przetargi w elektrowniach Opole, Siekierki, Kozienice, Jaworzno. Zdobycie choćby wybranych kontraktów może pozwolić na skokowy wzrost przychodów Rafako.

Tylko Rafako i RPG Partners złożyły ofertę na PAK

Jedynie spółki Rafako i RPG Partners złożyły ofertę na zakup 50% udziałów w PAK i 85% udziałów w dwóch obsługujących go kopalniach. Prezes Rafako przyznaje, że spółka pozyskała wystarczające podstawy do sformułowania oferty. Wciąż spółka nie ma pełnej wiedzy, jednak otrzyma pozwolenie na dodatkowe badanie w 3-iej turze przetargu. MSP chce sprzedać 50% udziałów w PAK i kopalniach jeszcze w tym roku. Resort Skarbu ocenia, że podstawowe kwestie dotyczące transakcji rozstrzygną się do końca września, choć rozmowy o szczegółach potrwać prawdopodobnie dłużej. Kluczowe jest porozumienie w sprawie kontroli nad elektrownią. Enea nie zdecydowała się na złożenie oferty. Przyczyną są niewystarczające informacje udostępnione przez sprzedającego, ryzyko finansowe, brak porozumienia z drugim akcjonariuszem co do ładu korporacyjnego. CEZ również nie zdecydował się na złożenie oferty.

Fuzja Energomontażu i Rafako?

Prezes Energomontażu Południe stwierdził w wywiadzie, że połączenie spółki z Rafako byłoby korzystne. Obecnie nie toczą się żadne rozmowy między spółkami. PBG, posiadacz 25% akcji Energomontażu, nie rozważało dotychczas takiej fuzji. Prezes Energomontażu poinformował, że docelowo wielkość portfela zamówień spółki powinna przekraczać 700 mln PLN. Obecnie jest to około 500 mln PLN. Zdaniem prezesa, docelowy portfel zamówień uda się osiągnąć w ciągu 2-3 miesięcy. W tym roku przychody Energomontażu przekroczą 350 mln PLN, zaś rentowność netto sięgnie 5-8%.