



## Rafako (Kupuj)

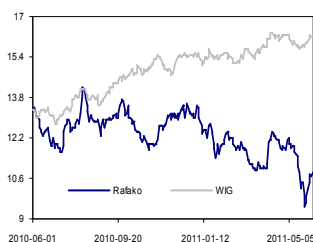
Cena bieżąca: 10.8 PLN

Cena docelowa: 13.4 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-06-03

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963.7	1 188.1	23.3%	1 418.2	19.4%	1 460.8	3.0%	Liczba akcji (mln)	69.6
EBITDA	67.5	72.1	6.7%	77.5	7.6%	79.9	3.1%	MC (cena bieżąca)	751.7
marża EBITDA	7.0%	6.1%		5.5%		5.5%		EV (cena bieżąca)	563.0
EBIT	53.9	60.2	11.6%	63.7	5.9%	65.6	3.0%	Free float	20.5%
Zysk netto	37.7	43.6	15.6%	56.3	29.0%	61.1	8.6%		
P/E	19.9	17.2		13.4		12.3		Zmiana ceny: 1m	-9.5%
P/CE	14.6	13.5		10.7		10.0		Zmiana ceny: 6m	-17.9%
P/BV	2.1	1.9		1.7		1.5		Zmiana ceny: 12m	-17.7%
EV/EBITDA	7.6	7.7		7.3		6.6		Max (52 tyg.)	14.2
Dyyield (%)	0.0	2.8		0.0		0.0		Min (52 tyg.)	9.5



**Duże kontrakty nigdy nie były bliżej. Zlecenia na budowę dużych bloków energetycznych nie są zagrożone i będą rozstrzygnięte na przełomie 2011 i 2012 roku. Pozyskanie dużych zleceń pozwoliłoby spółce na istotny wzrost przychodów w 2013 roku, do poziomu 2 mld PLN. Portfel zleceń na najbliższe okresy nadal jest duży (1,1 mld PLN na pozostałe kwartały 2010 roku, ponad 0,6 mld PLN na rok 2012). Decyzję o wypłacie dużej dywidendy przyjmujemy pozytywnie. Uważamy, że związana jest ona z brakiem akwizycji PAK i z dużymi stanami gotówkowymi Rafako. Nie widzimy znacznego ryzyka z tytułu konwersji części planowanych inwestycji węglowych na parowo-gazowe. Z zakładowej produkcji kotłów Rafako generuje jedynie 150 mln PLN przychodów rocznie. Reszta przychodów to generalne wykonawstwo. Poza tym, Alstom przeniósł duży zakład produkcji kotłów z Czech do Chin. Rafako nie jest też naszym zdaniem drogie. Nawet na rok 2010 wycena spółki nie odbiega od wyceny światowych firm inżynierskich. W perspektywie lat przyszłych, Rafako jest tańsze. Nie spodziewamy się agresywnej konkurencji w ramach pozyskiwania dużych zleceń energetycznych. Na przykładzie zleceń drogowych firmy budowlane uczą się ostrożności. Przetargi energetyczne są znacznie bardziej ryzykowne od zleceń drogowych. Dostrzegamy pozytywny trend – krajowi gracze startują w przetargach z zagranicznymi koncernami technologicznymi. Z uwagi na spadek wyceny, podwyższamy rekomendację do kupuj.**

### Q1 2011: dobry cash flow, dużo zdarzeń jednorazowych

Rafako w Q1 2011 wygenerowało 202,1 mln PLN przychodów (prognoza: 276,6 mln PLN, konsensus: 277,3 mln PLN), 15,5 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (marża: 7,7%, prognoza: 10,0%), 12,1 mln PLN EBIT (prognoza: 11,0 mln PLN, konsensus: 13,2 mln PLN), 10,8 mln PLN zysku netto (prognoza: 10,0 mln PLN, konsensus: 11,6 mln PLN). Istotnie niższe, niż zakładaliśmy, okazały się przychody ze sprzedaży (efekt sezonowości). Portfel zleceń na pozostałe miesiące roku ma wartość około 1,1 mld PLN. Marża brutto wyniosła jedynie 7,7% (prognoza: 10%), wpływ na niższą rentowność miał wzrost salda rezerw z tytułu wyceny kontraktów o 8 mln PLN. Skorygowana o efekt rezerw marża brutto wyniosłaby 11,6%. Koszty ogólne wyniosły tylko 3,9 mln PLN (prognoza: 15,9 mln PLN). Na poziomie kosztów sprzedaży spółka zaksięgowła rozwiązanie odpisu należności na 12,6 mln PLN (skorygowane o efekt odpisu koszty ogólne to 16,5 mln PLN, nieznacznie wyższe, niż prognozowaliśmy). Cash flow w Q1 2011 był bardzo dobry i wyniósł +52,3 mln PLN.

### Kontrakt za 47,5 mln PLN

Rafako podpisało kontrakt za 12 mln EUR (około 47,5 mln PLN, 3,3% prognozowanych przychodów spółki w 2011 roku). Przedmiotem umowy jest dostawa 2 kotłów do instalacji utylizacji odpadów wraz z montażem i rozruchem w SITA Tees Valley w Anglii. Inwestorem jest Hitachi Zosen Inova.

### Będzie dywidenda, 0,57 PLN/akcję (yield = 5,3%)

WZA Rafako zdecydowało o wypłacie 39,7 mln PLN w formie dywidendy (yield = 5,3%). Jest to 0,57 PLN / akcję. Dzień dywidendy to 21 czerwca, zaś dzień wypłaty dywidendy to 12 lipca 2011.