

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>8,1 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>9,1 PLN</b>
Kapitalizacja	0,56 mld PLN
Free float	0,12 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,35 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

PBG w upadłości układowej	66,00%
BZ WBK AIB AM	12,55%
Pozostali	21,45%

**Strategia dotycząca sektora**

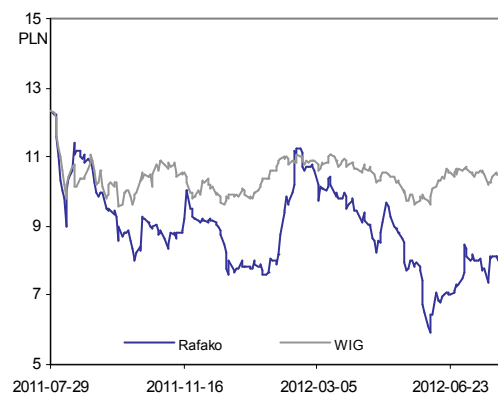
Głównym problemem sektora są wyniki. Spadek ilości nowych kontraktów jest już w cenach, firmy są na niego przygotowane. Wyniki małych i średnich spółek będą się poprawiać w II połowie 2012 roku. Szansą na rok 2013 jest spadek kosztów budowy. Duże spółki, takie jak PBG, czy PXM, mogą w kolejnych kwartałach prezentować straty (drogi). Zalecamy przeważanie małych i średnich spółek - są tańsze i bezpieczniejsze (mniejszy dług, mniej ryzykowne kontrakty).

**Profil spółki**

Grupa Kapitałowa Rafako jest jednym z największych na rynku europejskim podmiotów zajmujących się produkcją kotłów energetycznych. W asortymencie spółki znajdują się także instalacje odsiarczania (IOS), elektrofiltry oraz m.in. elementy kotłów.

**Ważne daty**

31.08 - raport PSr 2012  
14.11 - raport Q3 2012

**Kurs akcji RFK na tle WIG****Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Rafako

RFK PW; RAFA.WA

# Akumuluj

(Podtrzymana)

## Żaden los PBG dla Rafako nie straszny

Rafako będzie dalej z powodzeniem funkcjonować, bez względu na przyjęty scenariusz zdarzeń w PBG. W przypadku zatwierdzenia upadłości układowej w PBG, Rafako pozostanie w Grupie i będzie jedynym ośrodkiem pozyskiwania dużych kontraktów energetycznych. Gdyby nie udało się uchwalić układu w PBG i spółkę czekała likwidacja, udziały Rafako będą prawdopodobnie sprzedane podmiotowi branżowemu. Inwestor branżowy mógłby wybrać albo opcję rozwoju w Polsce i Europie za pośrednictwem Rafako (inwestorzy chińscy), albo opcję ponownego sprowadzenia spółki do roli podwykonawcy i producenta kotłów (Alstom). Zgodnie z artykułem 128 prawa upadłościowego, transakcja nabycia pakietu akcji Energomontażu Południe przez Rafako jest nieważna. W efekcie, Rafako całą zapłaconą kwotę (160 mln PLN) powinno zgłosić jako wierzycelność w układzie. W przypadku układu, z kwoty tej powinno być odzyskane znacznie więcej, niż w wariantcie likwidacji. Odzyskane środki będą poprawiać sytuację bilansową spółki (obecnie, po „oddaniu” Energomontażu PBG, gotówka netto Rafako > 0). Nie oczekujemy negatywnego wpływu odpisu wierzycelności wobec PBG na wyniki Q2 2012. Zakładamy, że wyniki lat 2011, 2012, 2013 będą podobne. Poprawy spodziewamy się w 2014 roku, z uwagi na oczekiwany duży wzrost przychodów (budowa nowych bloków energetycznych). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj z niższą ceną docelową (cena obniżona z 11 do 9,1 PLN).

**Struktura portfela zamówień i ekspozycja na nowe inwestycje**

Szacujemy, że portfel zamówień Rafako na rok 2013 ma wartość 855 mln PLN. Portfel na rok 2014 jest o ponad 100 mln PLN większy (964 mln PLN). W 2014 roku rozpoczną się budowy wielu nowych bloków energetycznych w Polsce (Opole, Kozienice, Jaworzno, Turów). Jeśli Rafako nie zostanie generalnym wykonawcą inwestycji, zawsze może liczyć na zlecenia podwykonawcze (10-15% wartości inwestycji). Naszym zdaniem należy już teraz dyskontować duży wzrost przychodów i poprawę wyników za dwa lata.

**Niepewny los Energomontażu Południe**

W zależności od tego, czy Energomontaż Południe zostanie dokapitalizowany przez inwestora finansowego, czy nie - spółka może przetrwać lub może być zmuszona do złożenia wniosku o upadłość układową. Zły scenariusz dla Energomontażu może mieć lekko negatywny wpływ na sytuację Rafako (uszczerplenie majątku PBG, z którego będzie wykonywany układ).

**Gwarancja w Opolu pokryta gotówką**

Rafako około 270 mln PLN przeznaczyło na pokrycie gwarancji kontraktowej w Opolu. Jednocześnie, Rafako przyjęło całą zaliczkę na własne konto (około 230 mln PLN). Uregulowanie kwestii środowiskowych w Opolu i konwersja pokrytej gotówką gwarancji na gwarancję bankową powinno poprawić operacyjne przepływy Rafako o około 120 mln PLN (część zaliczki przekazane będzie partnerom - PXM i MSW).

(mln PLN)	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Przychody	1 188,1	1 118,5	1 204,5	1 204,5	1 505,7
EBITDA	72,1	77,0	81,1	83,2	81,6
marża EBITDA	6,1%	6,9%	6,7%	6,9%	5,4%
EBIT	60,2	64,3	68,5	70,1	68,0
Zysk netto	43,6	58,4	57,2	57,6	56,9
P/E	12,9	9,6	9,9	9,8	9,9
P/CE	10,2	7,9	8,1	8,0	8,0
P/BV	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	5,2	6,9	6,2	5,3	5,0
DYield	3,7%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%