

14 maja 2009

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

<b>Cena bieżąca</b>	<b>7,07 PLN</b>
<b>Cena docelowa</b>	<b>8,70 PLN</b>
Kapitalizacja	0,49 mld PLN
Free float	0,09 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,93 mln PLN

**Struktura akcjonariatu**

Laris Investments	37,45%
BZ WBK AIB Asset Management	27,47%
Elektrim	12,47%
Pionier Pekao Investment Management	4,99%
Pozostali	17,62%

**Strategia dotycząca sektora**

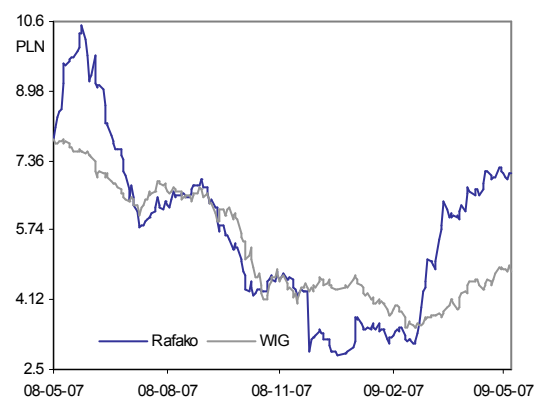
Obecnie na segmenty budownictwa patrzymy z punktu widzenia skali walki konkurencyjnej i portfela zamówień. Naszym zdaniem najmniejsza presja konkurencyjna występuje w segmencie energetycznym, kolejowym i chemicznym. Obserwujemy oznaki wzrostu konkurencji w segmencie drogowym i ekologicznym. Bardzo duża konkurencja panuje w segmencie kubaturowym. Faworyzujemy spółki z dużym portfelem zleceń.

**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**

13.08 - sprawozdanie finansowe za Q2 2009  
12.11 - sprawozdanie finansowe za Q3 2009

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

# Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

## Kupuj

(Podwyższona)

### Lepiej niż przewidywaliśmy

Wyniki kwartalne Q1 2009 okazały się lepsze od naszych oczekiwań. Na wyniki nie wpłynęły istotne zdarzenia jednorazowe, należy jednak pamiętać, że ważnym czynnikiem podwyższającym rentowność operacyjną jest wysoki kurs EUR/PLN. W prognozie wyników rocznych zakładamy „neutralną” w skali całorocznej sytuację kursową (średnioroczny kurs EUR/PLN na poziomie 4,17). Wyższy kurs w pierwszej połowie roku jest główną przyczyną wyższej prognozowanej rentowności w 2009 roku niż w latach kolejnych. Jednocześnie, pomijając kwestię wyników, zauważamy, że rozwój sytuacji w zakresie nowych inwestycji w Polsce przebiega korzystnie, biorąc pod uwagę środowisko kryzysu finansowego. Najbardziej zaawansowany jest przetarg na budowę nowego bloku na Siekierkach. Do drugiego etapu przeszły 4 konsorcja, w tym konsorcjum Rafako i Mostostal Warszawa. Konsorcjum obu spółek naszym zdaniem, przy utrzymaniu wysokich kursów EUR/PLN, może posiadać przewagę kosztową nad konkurencją (Polimex Mostostal i BWE; Foster Wheeler, Budimex; Alstom). W przygotowaniu jest specyfikacja przetargu na budowę nowego bloku w Opolu (900-1000 MW). Wbrew wcześniejszym obawom, EdF jednak zbuduje nowy blok w Rybniku. Spółka ogłosiła zbiorczy przetarg na budowę łącznie 3 bloków w Europie, w związku z tym, żaden z krajowych graczy nie ma szans stać się generalnym wykonawcą inwestycji. Możliwe są jednak kontrakty podwykonawcze. Obecnie zapelnienie portfela Rafako na rok 2009 jest w zasadzie pełne, na rok 2010 zaś wynosi 74%.

**Rewizja prognoz wyników finansowych**

Dokonyjemy rewizji prognozy wyników finansowych w 2009 roku i w latach kolejnych. Podstawą do podniesienia prognozy wyniku w roku bieżącym są korzystne wyniki kwartalne. Zakładamy, że rentowność brutto na sprzedaży w kolejnych kwartałach będzie niższa, co związane jest ze spadkiem kursu EUR/PLN oraz przyjęcia konserwatywnych założeń w zakresie dalszego kształtowania się kursu (spadek do poziomu średniorocznego 4,17). Uważamy, że nowa prognoza wyników rocznych pozostaje konserwatywna i pozostawia sporo miejsca dla pozytywnych zaskoczeń.

**Potencjalne rozstrzygnięcia przetargów w ciągu najbliższych miesięcy**

W ciągu 1-2 miesięcy powinien zostać rozstrzygnięty przetarg na budowę Instalacji Odsiarczania w elektrowni Bełchatów. Wartość kontraktu to ponad 300 mln PLN. Oprócz Rafako o zdobycie kontraktu stara się konsorcjum Hitachi i Energomontaż Północ. Sądzymy, że oferta Rafako prawdopodobnie okaże się bardziej konkurencyjna (mniejszy udział kosztów wynagrodzeń w walutach obcych). Rozstrzygnięty ma być także przetarg na blok ciepłowniczy w Bielsku Białej (300-400 mln PLN). W najlepszym przypadku na jesieni, w najgorszym na początku 2010 r., ma być rozstrzygnięty przetarg na budowę bloku energetycznego na warszawskich Siekierkach.

(mln PLN)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
Przychody	1137,5	1125,6	1062,0	1121,2	1225,9
EBITDA	35,1	76,1	68,4	64,2	64,5
marża EBITDA	3,1%	6,8%	6,4%	5,7%	5,3%
EBIT	22,1	60,8	52,6	48,0	47,6
Zysk netto	12,2	-11,6	37,8	41,1	41,7
P/E	40,4	-42,4	13,0	12,0	11,8
P/CE	19,5	131,2	9,2	8,6	8,4
P/BV	1,4	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/EBITDA	6,7	3,2	3,6	3,8	3,8
DYield	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

## Wyniki Q1 2009

Wyniki Rafako są lepsze od naszych oczekiwań, pomimo niższych niż prognozowane przychodów. Z uwagi na wzrost udziału kotłów w portfelu zamówień spółki, w porównaniu do poprzednich lat, oczekiwaliśmy stosunkowo znacznych przychodów, biorąc pod uwagę silniejszą zimę niż w dwóch ostatnich latach. Prognozowaliśmy realizację 21% rocznej prognozy przychodów w Q1 2009, spółka wygenerowała 19,7%. Nie traktujemy niższych przychodów w Q1 2009 jako kwestii, która mogłaby zaważyć na całorocznej prognozie obrotów spółki. Wyższa niż oczekiwana okazała się rentowność na poziomie brutto ze sprzedaży oraz na poziomie operacyjnym. Wzrost rezerw na premie i nagrody jubileuszowe mógł wpłynąć na wzrost kosztów zarządu o około 0,4 mln PLN w stosunku do naszej prognozy (szacunki DI BRE). Pozostała różnica jest nieistotna. Ruchy na rezerwach zgodnie z naszą oceną mogły zawyżyć zysk brutto na sprzedaży o 0,5 mln PLN. Jest to kwota nieistotna. Generalnie, wyniki na poziomie operacyjnym (rentowność) są lepsze niż oczekiwania. Zbliżone do oczekiwań okazały się pozostałe koszty finansowe netto, wyższa zaś okazała się efektywna stopa podatkowa. W efekcie, pomimo odchylenia w wysokości 26,9% w prognozie zysku brutto przed opodatkowaniem, odchylenie w prognozie zysku netto sięga jedynie 10,2%.

### Wyniki Q1 2009 vs. prognoza

	Wyniki Q1 2009	Prognoza DI BRE	Różnica
Przychody ze sprzedaży	209,6	233,5	-10,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	37,4	33,9	10,4%
Marża (%)	17,9%	16,2%	-101,9%
Koszty sprzedaży i zarządu	13,0	12,2	6,7%
Pozostałe koszty operacyjne netto	0,1	0,1	21,0%
EBIT	24,3	21,6	12,4%
Marża (%)	11,6%	9,2%	-
Pozostałe koszty finansowe netto	11,3	11,4	-0,6%
Zysk brutto	13,0	10,2	26,9%
Podatek dochodowy	3,5	1,9	82,2%
Efektywna stopa podatkowa	27,3%	19,0%	-
Zysk netto	8,8	8,0	10,2%
Marża (%)	4,2%	3,4%	-

Źródło: Rafako, DI BRE Banku S.A.

## Wycena porównawcza akcji spółki

### Analiza porównawcza wyceny akcji Rafako

	P/E 2009P	P/E 2010P	EV/EBITDA 2009P	EV/EBITDA 2010P	P/S 2008	P/S 2009P	P/S 2010P
Alstom Power	10,0	11,5	5,3	5,8	0,66	0,63	0,66
Energoinstal	14,0	11,7	6,1	5,6	0,96	0,69	0,67
Foster Wheeler	9,3	10,0	5,2	5,5	0,49	0,55	0,57
Polimex Mostostal	10,8	12,6	6,6	7,0	0,39	0,34	0,35
Ses Tlmace					0,22		
<b>Mediana</b>	<b>10,4</b>	<b>11,6</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>0,49</b>	<b>0,59</b>	<b>0,62</b>
<b>Rafako</b>	<b>13,0</b>	<b>12,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>0,44</b>	<b>0,46</b>	<b>0,44</b>
Premia (dyskonto)	25,2%	3,4%	-37,0%	-32,8%	-10,8%	-21,5%	-28,6%

Źródło: DI BRE Banku SA, Bloomberg

Przy zastosowaniu wskaźników P/E spółka wyceniana jest wyżej niż grupa porównawcza, duże dyskonto zaś występuje na wskaźniku EV/EBITDA, ze względu na pokaźną ilość gotówki w dyspozycji spółki. Sądzymy, że pole do wyceny porównawczej jest ograniczone, ze względu na brak spółek prowadzących podobną działalność. Alstom Power i Foster Wheeler to światowe koncerny, zajmujące się m.in. produkcją kotłów. Polimex Mostostal zajmuje się działalnością budowlaną i produkcyjną, przy czym wytwarzanie kotłów w spółce zależnej Sefako generuje mniej niż 10% przychodów grupy. Energoinstal wytwarza m.in. małe kotły na biomase i kotły wykorzystywane w spalarniach śmieci, prowadzi jednak również działalność montażową oraz od niedawna budowlaną. Poza tym, pracuje dla innych klientów (w przypadku Rafako jest to duża energetyka zawodowa, w przypadku Energoinstalu elektrociepłownie oraz samorządy odpowiedzialne za budowę i utrzymanie spalarni śmieci). SES Tlmace jest



najbliższym konkurentem Rafako (produkcja średnich i dużych kotłów), problemem jest jednak brak prognoz wyników finansowych dostępnych dla tej spółki.

## Prognoza wyników i wycena

Na podstawie modelu DCF cenę docelową akcji spółki Rafako szacujemy w perspektywie 9-mcy na poziomie 8,7 PLN.

### Wycena DCF

#### Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 0%



## Model DCF

(mln PLN)	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2018+
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>1 062,0</b>	<b>1 121,2</b>	<b>1 225,9</b>	<b>1 331,0</b>	<b>1 446,4</b>	<b>1 560,4</b>	<b>1 663,1</b>	<b>1 738,7</b>	<b>1 799,0</b>	<b>1 845,8</b>	
<i>zmiana</i>	-5,6%	5,6%	9,3%	8,6%	8,7%	7,9%	6,6%	4,5%	3,5%	2,6%	
<b>EBITDA</b>	<b>68,4</b>	<b>64,2</b>	<b>64,5</b>	<b>67,8</b>	<b>72,6</b>	<b>76,4</b>	<b>78,9</b>	<b>81,1</b>	<b>83,3</b>	<b>85,0</b>	
<i>marża EBITDA</i>	6,4%	5,7%	5,3%	5,1%	5,0%	4,9%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%	
Amortyzacja	15,8	16,3	16,9	17,5	18,2	18,9	19,4	19,7	19,7	19,7	
<b>EBIT</b>	<b>52,6</b>	<b>48,0</b>	<b>47,6</b>	<b>50,3</b>	<b>54,4</b>	<b>57,4</b>	<b>59,5</b>	<b>61,4</b>	<b>63,6</b>	<b>65,3</b>	
<i>marża EBIT</i>	5,0%	4,3%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	
Opodatkowanie EBIT	10,0	9,1	9,0	9,6	10,3	10,9	11,3	11,7	12,1	12,4	
<b>NOPLAT</b>	<b>42,6</b>	<b>38,8</b>	<b>38,6</b>	<b>40,7</b>	<b>44,0</b>	<b>46,5</b>	<b>48,2</b>	<b>49,7</b>	<b>51,5</b>	<b>52,9</b>	
CAPEX	-20,5	-21,1	-23,6	-24,6	-25,5	-26,5	-24,2	-22,6	-22,6	-19,7	
Kapitał obrotowy	-65,7	3,6	4,4	4,1	4,5	4,6	4,3	3,1	2,3	1,8	
Pozostałe	-23,4	-7,0	-7,6	-8,3	-9,0	-9,7	-10,3	-10,8	-11,2	-11,5	
<b>FCF</b>	<b>-51,2</b>	<b>30,6</b>	<b>28,5</b>	<b>29,5</b>	<b>32,3</b>	<b>33,9</b>	<b>37,2</b>	<b>39,0</b>	<b>39,7</b>	<b>43,3</b>	<b>44,1</b>
<i>WACC</i>	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
<i>Współczynnik dyskonta</i>	91,5%	82,2%	73,8%	66,3%	59,6%	53,6%	48,1%	43,2%	38,8%	35,1%	
PV FCF	-46,8	25,2	21,1	19,6	19,2	18,1	17,9	16,9	15,4	15,2	
<b>WACC</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,6%</b>	
Koszt długu	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	6,8%	
Stopa wolna od ryzyka	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,6%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Koszt kapitału własnego	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	10,6%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%										
Wartość rezydualna (TV)	513,2										
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	180,2										
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	121,8										
Wartość firmy (EV)	302,0										
Dług netto	-258,9										
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0										
Udziałowcy mniejszościowi	0,0										
Wartość firmy	560,9										
Liczba akcji (mln.)	69,6										
<b>Wartość firmy na akcję (PLN)</b>	<b>8,1</b>										
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,4%										
<b>Cena docelowa</b>	<b>8,7</b>										
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	4,4										
P/E('09) dla ceny docelowej	16,1										
Udział TV w EV	32%										

### Analiza wrażliwości

#### Wzrost FCF w nieskończoności

	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC -1,0pp	8,4	8,5	8,6	8,7	8,9
WACC -0,5pp	8,4	8,5	8,6	8,8	8,9
WACC	8,5	8,6	<b>8,7</b>	8,8	8,9
WACC +0,5pp	8,5	8,6	8,7	8,8	9,0
WACC +1,0pp	8,5	8,6	8,7	8,8	9,0

**Rachunek wyników**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>777,2</b>	<b>1 137,5</b>	<b>1 125,6</b>	<b>1 062,0</b>	<b>1 121,2</b>	<b>1 225,9</b>
<i>zmiana</i>	54,5%	46,4%	-1,1%	-5,6%	5,6%	9,3%
Koszt własny sprzedaży	705,1	1 065,3	1 005,2	953,3	1 016,3	1 113,6
Zysk brutto na sprzedaży	72,1	72,2	120,4	108,7	104,9	112,3
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	9,3%	6,3%	10,7%	10,2%	9,4%	9,2%
Koszty sprzedaży	-17,7	-18,2	-15,9	-23,4	-20,7	-23,9
Koszty ogólnego zarządu	-22,4	-24,2	-24,6	-28,8	-32,0	-36,2
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	-7,7	-19,1	-4,0	-4,2	-4,6
<b>EBIT</b>	<b>20,9</b>	<b>22,1</b>	<b>60,8</b>	<b>52,6</b>	<b>48,0</b>	<b>47,6</b>
<i>zmiana</i>	45,3%	5,3%	175,6%	-13,5%	-8,8%	-0,7%
<i>marża EBIT</i>	2,7%	1,9%	5,4%	5,0%	4,3%	3,9%
Wynik na działalności finansowej	-3,8	-3,7	-11,9	-2,3	5,4	6,7
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	<b>17,2</b>	<b>18,4</b>	<b>48,9</b>	<b>50,3</b>	<b>53,3</b>	<b>54,3</b>
Podatek dochodowy	-3,9	-5,8	-11,5	-10,4	-10,1	-10,3
<b>Zysk netto z działalności kontynuowanej</b>	<b>17,2</b>	<b>18,4</b>	<b>37,4</b>	<b>50,3</b>	<b>53,3</b>	<b>54,3</b>
Strata z działalności zaniechanej			-50,3			
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,6	0,4	-1,4	2,0	2,1	2,3
<b>Zysk netto</b>	<b>12,8</b>	<b>12,2</b>	<b>-11,6</b>	<b>37,8</b>	<b>41,1</b>	<b>41,7</b>
<i>zmiana</i>	-	-4,6%	-195,2%	-425,9%	8,5%	1,5%
<i>marża</i>	1,6%	1,1%	-1,0%	3,6%	3,7%	3,4%
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	15,8	16,3	16,9
<b>EBITDA</b>	<b>31,7</b>	<b>35,1</b>	<b>76,1</b>	<b>68,4</b>	<b>64,2</b>	<b>64,5</b>
<i>zmiana</i>	29,3%	10,8%	116,8%	-10,2%	-6,1%	0,4%
<i>marża EBITDA</i>	4,1%	3,1%	6,8%	6,4%	5,7%	5,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
EPS	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,6	0,6
CEPS	1,4	0,4	0,1	0,8	0,8	0,8
ROAE	5,7%	4,2%	-3,4%	10,7%	10,4%	9,6%
ROAA	2,2%	1,7%	-1,4%	4,7%	5,1%	4,7%

**Bilans**

<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>AKTYWA</b>	<b>688,5</b>	<b>787,3</b>	<b>819,7</b>	<b>780,0</b>	<b>842,9</b>	<b>920,5</b>
<b>Majątek trwały</b>	<b>185,2</b>	<b>197,4</b>	<b>220,6</b>	<b>225,3</b>	<b>230,2</b>	<b>237,0</b>
WNIIP	3,8	4,7	12,3	12,3	12,3	12,3
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	128,7	144,7	163,8	168,5	173,4	180,2
Aktywa finansowe	18,9	14,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	33,8	33,1	40,7	40,7	40,7	40,7
<b>Majątek obrotowy</b>	<b>503,3</b>	<b>589,9</b>	<b>599,0</b>	<b>554,7</b>	<b>612,7</b>	<b>683,5</b>
Zapasy	20,3	29,7	61,4	36,6	39,0	42,7
Należności	192,8	222,3	204,6	194,9	205,8	225,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	65,8	94,7	64,6	87,3	92,2	100,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	223,2	241,8	268,5	235,9	275,7	315,0
Inne	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>(mln PLN)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>PASYWA</b>	<b>688,5</b>	<b>787,3</b>	<b>819,7</b>	<b>780,0</b>	<b>842,9</b>	<b>920,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>230,5</b>	<b>347,1</b>	<b>335,6</b>	<b>373,4</b>	<b>414,4</b>	<b>456,1</b>
Kapitał mniejszości	6,2	2,4	12,6	12,6	12,6	12,6
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>20,7</b>	<b>34,1</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>	<b>26,1</b>
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	20,7	34,1	26,1	26,1	26,1	26,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>431,1</b>	<b>403,6</b>	<b>445,4</b>	<b>367,9</b>	<b>389,7</b>	<b>425,7</b>
Pożyczki i kredyty	1,0	11,3	9,6	9,6	9,6	9,6
Zobowiązania wobec dostawców	189,4	219,9	186,3	175,0	186,6	204,4
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	240,7	172,3	249,4	183,3	193,5	211,6
Dług	1,0	11,3	9,6	9,6	9,6	9,6
Dług netto	-222,2	-230,5	-258,9	-226,3	-266,1	-305,4
(Dług netto / Kapitał własny)	-96,4%	-66,4%	-77,1%	-60,6%	-64,2%	-66,9%
(Dług netto / EBITDA)	-7,0	-6,6	-3,4	-3,3	-4,1	-4,7
BVPS	13,2	5,0	4,8	5,4	6,0	6,6

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>163,7</b>	<b>-68,6</b>	<b>112,5</b>	<b>-9,7</b>	<b>55,6</b>	<b>56,2</b>
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	37,8	41,1	41,7
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	15,8	16,3	16,9
Kapitał obrotowy	159,2	-83,9	30,8	-65,7	3,6	4,4
Pozostałe	-19,1	-10,0	77,9	2,3	-5,4	-6,7
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-132,7</b>	<b>-75,5</b>	<b>-27,9</b>	<b>-20,5</b>	<b>-21,1</b>	<b>-23,6</b>
CAPEX	-13,8	-31,6	-41,8	-20,5	-21,1	-23,6
Inwestycje kapitałowe	-125,1	-49,4	17,6	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,1	5,4	-3,7	0,0	0,0	0,0
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-4,3</b>	<b>107,9</b>	<b>-27,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>6,7</b>
Emisja akcji	0,0	104,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,1	10,2	3,4	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-4,0	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>26,7</b>	<b>-36,2</b>	<b>56,9</b>	<b>-32,6</b>	<b>39,8</b>	<b>39,3</b>
Środki pieniężne na koniec okresu	223,2	241,8	268,5	235,9	275,7	315,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	161,1	-107,6	-64,4	-51,2	30,6	28,5
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,8%	2,8%	3,7%	1,9%	1,9%	1,9%

**Wskaźniki rynkowe**

	2006	2007	2008	2009P	2010P	2011P
P/E	9,6	40,4	-42,4	13,0	12,0	11,8
P/CE	5,2	19,5	131,2	9,2	8,6	8,4
P/BV	0,5	1,4	1,5	1,3	1,2	1,1
P/S	0,2	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
FCF/EV	-124,3%	-45,6%	-26,2%	-20,8%	12,5%	11,6%
EV/EBITDA	-4,1	6,7	3,2	3,6	3,8	3,8
EV/EBIT	-6,2	10,7	4,0	4,7	5,1	5,2
EV/S	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DYield	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cena (PLN)</b>	<b>7,1</b>					
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
MC (mln PLN)	123,0	492,1	492,1	492,1	492,1	492,1
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,2	2,4	12,6	12,6	12,6	12,6
EV (mln PLN)	-129,6	235,7	245,8	245,8	245,8	245,8



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 Jezewska tel. (+48 22) 697 47 37  
Wicedyrektor  
[marta.jezewska@dibre.com.pl](mailto:marta.jezewska@dibre.com.pl)  
Banki

#### **Analitycy:**

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06  
[kamil.klischcz@dibre.com.pl](mailto:kamil.klischcz@dibre.com.pl)  
Paliwa, Chemia, 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

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

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

Marzena Łempicka– 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 księgową

**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 księgową) - 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.

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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych miedzy innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

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.

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.

**Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Rafako**

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Akumuluj
data wydania	2009-02-10	2009-03-06	2009-04-02	2009-04-08
kurs z dnia rekomendacji	3,40	4,56	6,00	6,60
WIG w dniu rekomendacji	24470,22	22547,31	24145,69	26172,07