

RAFAKO

Kupuj

(Inicjacja)

Kluczowa jest budowa backlogu w 2016

Cena docelowa: 9,3 PLN

Upside: +37%

Rozpoczynamy rekomendowanie akcji Rafako zaleceniem kupuj i ceną docelową 9,3PLN. W sierpniu 2015 w ramach SPO spółka pozyskała w sumie 89,2mln PLN netto, od tamtego momentu spółka przekracza nasze założenia jeżeli chodzi o uzyskiwany poziom marż i spełnia je jeżeli chodzi o wartość pozyskanych kontraktów. We wrześniu 2015 bez dalszych opóźnień przegłosowany został układ wierzycieli PBG w wyniku czego pośrednią kontrolę nad Rafako uzyskali inwestorzy finansowi a spółka po zatwierdzeniu układu przez sąd odzyska zdolność negocjacyjną jeżeli chodzi bezwarunkowe linie gwarancyjne. Obecnie dostępność linii gwarancyjnych nie jest jeszcze na zadowalającym poziomie jednak przestój w rozstrzygnięciu przetargów spowodowany brakiem konkluzji BAT pozwala spółce skupić się na ich negocjacji. Oceniamy, że skokowy wzrost wyników w 2016 roku nie jest zagrożony i w obecnie kluczowy dla spółki jest wzrost dynamiki pozyskiwania nowych kontraktów. Finalnych konkluzji BAT spodziewamy się w 2Q16 po czym nastąpić powinno odmrożenie wielu postępowań przetargowych w segmencie ochrony powietrza.

Projekt Jaworzno: Spółka na bardzo wczesnym etapie zastąpiła partnera budowlanego (Energopol Szczecin), który mógł przyczynić się do powstania opóźnienia w realizacji projektu. Przyjmujemy, że zmiana partnera budowlanego w proj. Jaworzno (Energopol Szczecin) nie będzie miała wpływu na rozpoznawany poziom marż (8% EBITDA) i ma neutralny wpływ na harmonogram prac. Od sierpnia Rafako zakontraktowało już 180mln z 350mln PLN wartości prac których nie wykona Energopol Szczecin. Obecnie poziom zakontraktowania podwykonawców w proj. Jaworzno wynosi 52% (vs 58% w momencie SPO). W procesie kontraktowania Rafako obserwuje spadek cen i poprawę efektywności zabudżetowanych wcześniej rozwiązań technologicznych dla bloku, co poprawić może marże i finalne parametry bloku.

Backlog i zdolności gwarancyjne: Na koniec 3Q15 portfel zamówień spółki wynosił ok. 4,9mld PLN (vs 5,5mld PLN po 1Q15) z czego 3,9mld PLN stanowił backlog Rafako i SPV w ramach projektu Jaworzno. W 2015 roku spółka pozyskała w sumie ok. 200mln PLN nowych kontraktów z czego 96,5mln PLN stanowi kontrakt z ENEA w EC Białystok. Na 2015, 2016 i 2017 rok zakładamy pozyskanie odpowiednio 400mln, 720mln i 820mln PLN nowych kontraktów. Po 3Q15 spółka posiada 43mln PLN niewykorzystanych linii gwarancyjnych vs 95mln PLN po 1Q15.

Sytuacja wierzycieli PBG: Konfrontując wartość i zakładany rozkład spłat wierzytelności przyjęty w układzie PBG z potencjalnymi możliwościami finansowymi tej spółki stawiamy tezę, że to dywidenda z Rafako (po rozliczeniu proj. Jaworzno w 2019) stanowi najważniejsze źródło pokrycia rat układowych skumulowanych w 2020 roku (ok. 33% z w sumie 670mln PLN wierzytelności po odpisach). Naszym zdaniem budowanie wartości spółki Rafako jest kluczowe dla wierzycieli PBG ponieważ stanowi o potencjale zmniejszenia całkowitej wartości odpisów.

Rekordowe wyniki 2015-2017: Zakładamy, że w kolejnych 3 latach spółka zrealizuje 3,4mld PLN backlogu w Jaworznie przy ok. 8% marży EBITDA. Szacujemy, że w latach 2015-17 EBITDA spółki wyniesie odpowiednio 50mln, 121mln i 125mln PLN. Uważamy, że w okresie tym do spółki powrócić powinno także 155mln PLN z kaucji gwarancyjnych w ramach zakończonych kontraktów.

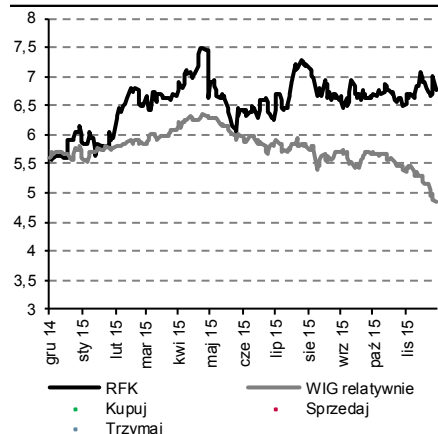
Polityka dywidendowa: Umowy gwarancyjne uzależniają wypłatę dywidendy przez Grupę Rafako i SPV Jaworzno na rzecz Rafako S.A. od akceptacji przez banki do momentu zakończenia projektu Jaworzno (marzec 2019). Szacujemy, że spółka odłoży w kolejnych 3 latach znaczną ilość gotówki i zakładamy, że banki zgodzą się na wypłatę 20% zysku netto od 2017 roku.

Wycena: Ustalamy 12 miesięczną cenę docelową dla Rafako na poziomie 9,3PLN na akcję (785mln PLN). Cena docelowa implikuje EV/EBITDA 2015 i 2016 na poziomie 12,8x i 4,4x.

DANE SPÓŁKI

| | | | |
|-------------------------|-------------|-----------|-----------|
| Ticker | RFK | | |
| Sektor | Przemysł | | |
| Kurs (PLN) | 6,75 | | |
| 52 tyg. min/max (PLN) | 5,51 / 7,52 | | |
| Liczba akcji (mln szt.) | 84,9 | | |
| Kapitalizacja (mln PLN) | 573 | | |
| Free-float | 0,0% | | |
| Śr. obroty 3M (mln PLN) | 0,40 | | |
| Zmiana kursu | 1M | 3M | 1Y |
| | 4,0% | 2,3% | 20,1% |

KURS NA TLE WIG



OPIS SPÓŁKI

Rafako jest największym w Europie producentem kotłów oraz urządzeń ochrony środowiska dla energetyki. W związku z realizacją bloku w Jaworznie spółka ma szansę pozyskać referencje jako dostawca kompleksowych bloków energetycznych pod klucz. Realizacja kontraktów w formule EPC powinna spółce pozwolić na osiągnięcie wyższych marż niż jako poddostawca elementów konstrukcji. Obecnie w Europie operuje 4 dostawców bloków w formule EPC.

AKCJONARIAT

| | Udział % |
|-------------|----------|
| PBG S.A. | 50,00% |
| NN OFE | 9,48% |
| Quercus TFI | 9,02% |
| Pozostali | 31,50% |

WAŻNE DATY

Raport roczny 2015 b/d

ANALITYK

Krzysztof Kubiszewski
+48 (22) 4338-321
krzysztof.kubiszewski@trigon.pl

| mIn PLN* | 2012 | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 1 291 | 748 | 1 183 | 1 417 | 2 112 | 2 020 |
| EBITDA | 33 | -17 | 51 | 54 | 125 | 127 |
| EBIT | 15 | -30 | 38 | 41 | 110 | 111 |
| Zysk netto | -27 | -138 | 29 | 33 | 93 | 97 |
| EPS (PLN) | -0,4 | -2,0 | 0,4 | 0,4 | 1,1 | 1,1 |
| P/E (x) | - | - | 20,0 | 17,2 | 6,1 | 5,9 |
| EV/EBITDA (x) | 23,9 | - | 13,8 | 8,8 | 2,6 | 1,9 |
| P/BV (x) | 1,1 | 1,6 | 1,8 | 1,4 | 1,1 | 0,9 |
| DY (%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

* Źródło: dane spółki, szacunki Trigon DM * za lata 2013 i 2014 wyniki z działalności konty nuowanej