4 sierpnia 2006

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo
Polska

Rafako

Trzymaj

RAFA. WA; RFK.PW

(Obniżona)

Cena bieżąca	**PLN 29,30**
Cena docelowa	**PLN 28,20**
Kapitalizacja	PLN 510 mln
Free float	PLN 203 mln
Średni dzienny obrót (3 mies.)	PLN 1,42 mln

Struktura akcjonariatu

Elektrim	49.90%
BZ WBK AIB TFI	5.23%
Generali OFE	5.13%
Pozostali	39.74%

Strategia dotycząca sektora

Koniunktura na nowe kotły dla sektora energetycznego zaczyna się poprawiać. Zostały rozstrzygnięte pierwsze duże kontrakty na dostarczenie kotłów i instalacji odsiarczania. Prawie 80% zainstalowanych mocy wytwórczych ma ponad 20 lat, a zatem należy oczekiwać dalszego ożywienia procesu inwestycyjnego. Problemem pozostaje nieuregulowana kwestia prywatyzacji sektora, kontraktów długoterminowych KDT i brak konsekwentnej polityki energetycznej państwa.

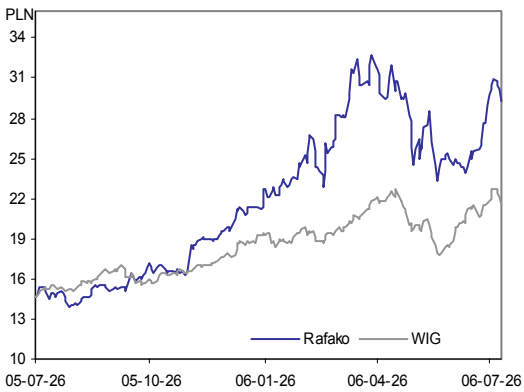
Profil spółki

Rafako jest liderem na polskim i europejskim rynku kotłów dla energetyki zawodowej oraz przemysłowej. Spółka dostarczyła większość mocy zainstalowanych w Polsce. Dodatkowo, działa w segmencie instalacji odsiarczania (IOS), a poprzez spółkę zależną Elwo, dostarcza elektrofiltry. Posiada rozległe doświadczenie oraz szerokie referencje w kraju i za granicą.

Ważne daty

28.09 - publikacja raportu za 1H
06.11 - publikacja raportu za 3Q

Kurs akcji Rafako na tle WIG



Krzysztof Radojewski
(48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
www.dibre.com.pl

Wciąż czekamy na poprawę

Wyniki kwartalne Rafako przyniosły znaczącą poprawę stosunku do analogicznego okresu 2005 roku, jednak w dalszym ciągu są one poniżej naszych oczekiwań. Poprawa operacyjna w Rafako opóźnia się z uwagi na realizację kontraktów niskomarżowych z poprzednich okresów. Kontraktacja Rafako jest wysoka i w dalszym ciągu liczymy na to, że rozpoczęcie realizacji bardziej rentownych kontraktów wpłynie na poprawę wyników spółki. Aktualizujemy nasze prognozy, przesuwając w czasie realizację kontraktu bełchatowskiego oraz o zysk ze sprzedaży nieruchomości w Gdańsku (10 mln PLN na poziomie operacyjnym). Od czasu wydania naszej ostatniej rekomendacji KUPUJ, cena akcji wzrosła z 24,3 do 29,3 PLN. W wyniku aktualizacji prognoz, obniżamy wycenę do poziomu 28,2, nie widzimy dalszego potencjału wzrostu i zalecamy TRZYMANIE akcji Rafako.

Rozczarowujące wyniki kwartalne

Wyniki skonsolidowane Rafako za II kwartał 2006 rozczarowały nas. Spółka zrealizowała zarówno przychody, jak i zyski poniżej naszych oczekiwań. Przychody w II kwartale wzrosły do poziomu 173 mln PLN (+14% r/r), EBITDA wzrosła do poziomu 6 mln PLN (+76,5% r/r), a zysk netto wzrósł do 3,2 mln PLN z 0,2 mln PLN w analogicznym kwartale roku poprzedniego. Mimo iż wzrosty procentowo i są wysokie, to jednak oczekiwania zarówno rynku, jak i nasze co do poprawy wyników w spółce, były wyższe.

Bełchatów narobił dużo zamieszania

Opóźnienie w rozpoczęciu realizacji kontraktu w Bełchatowie spowodowało sporo zamieszania i zmusiło Rafako do przyjmowania zleceń przy niskich marżach, głównie w celu wypełnienia portfela zamówień. Kontrakty te podpisywane jesienią ubiegłego roku, wpływają negatywnie na wynik, obniżając rentowność prowadzonej działalności operacyjnej. Zakończenie tej negatywnej tendencji powinno być widoczne już w 2007 roku. Wtedy na wyniki Rafako powinien przełożyć się splot pozytywnych czynników - zarówno rozpoczęcie realizacji inwestycji w Bełchatowie, jak również innych kontraktów o wyższej rentowności. Łącznie powinno to wpłynąć pozytywnie na wzrost rentowności operacyjnej. W naszych prognozach zakładamy umiarkowany wzrost rentowności.

Akwizycje i nowa emisja coraz bliżej

Rafako ma ambicję stać się dużym międzynarodowym graczem na rynku budownictwa energetycznego. Zarząd ocenia prawdopodobieństwo przejęcia dwóch podmiotów działających w branży jako wysokie. W tym celu ma być przeprowadzona dedykowana emisja akcji. Plany zarządu oceniamy pozytywnie, jednak z uwagi, że nie znamy żadnych szczegółów dotyczących ewentualnych akwizycji, nie uwzględniamy ich w naszych prognozach.

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Przychody	394,3	503,0	744,7	1208,6	1150,0
EBITDA	24,0	24,5	34,2	43,3	66,4
marża EBITDA	*6,1%*	*4,9%*	*4,6%*	*3,6%*	*5,8%*
EBIT	14,4	14,4	23,2	31,6	56,4
Zysk netto	1,2	5,2	15,6	19,8	37,4
P/E	419,3	97,7	32,6	25,7	13,6
P/CE	41,4	33,3	19,1	16,2	10,7
P/BV	2,3	2,3	2,1	2,0	1,8
EV/EBITDA	22,5	22,0	15,8	12,6	8,2
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,9%

Dom Inwestycyjny BRE Banku nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się na ostatniej stronie niniejszego raportu.

Rafako

Wycena i rekomendacja

Wpływ zmian prognoz na elementy składowe wyceny DCF

	poprzednio	obecnie
stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,6%
DCF w okresie prognozy	214,1	200,8
zdyskontowana wartość rezydualna	197,8	191,3
dług netto	-68,5	-68,5
Udziałowcy mniejszościowi	5,9	5,9
wartość firmy	474,5	454,8
liczba akcji	17,4	17,4
cena	**27,3**	**26,1**
cena 9-mies.	**29,3**	**28,2**

Źródło: DI BRE

Model DCF

(mln PLN)	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2015+
Przychody ze sprzedaży	**744,7**	**1 208,6**	**1 150,0**	**958,0**	**868,4**	**911,8**	**957,4**	**1 005,3**	**1 055,5**	**1 108,3**	**1 119,4**
zmiana	*48,1%*	*62,3%*	*-4,9%*	*-16,7%*	*-9,4%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*5,0%*	*1,0%*
EBITDA	**34,2**	**43,3**	**66,4**	**56,1**	**53,5**	**54,8**	**57,3**	**59,8**	**62,7**	**65,7**	**66,3**
marża EBITDA	*4,6%*	*3,6%*	*5,8%*	*5,9%*	*6,2%*	*6,0%*	*6,0%*	*5,9%*	*5,9%*	*5,9%*	*5,9%*
Amortyzacja	11,0	11,7	10,0	12,1	12,7	11,9	11,4	11,5	12,0	12,5	12,5
EBIT	**23,2**	**31,6**	**56,4**	**44,0**	**40,8**	**42,8**	**45,9**	**48,2**	**50,7**	**53,2**	**53,8**
marża EBIT	*3,1%*	*2,6%*	*4,9%*	*4,6%*	*4,7%*	*4,7%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*	*4,8%*
Opodatkowanie EBIT	4,4	6,0	10,7	8,4	7,8	8,1	8,7	9,2	9,6	10,1	10,2
NOPLAT	**18,8**	**25,6**	**45,6**	**35,7**	**33,1**	**34,7**	**37,2**	**39,1**	**41,0**	**43,1**	**43,6**
CAPEX	-7,4	-12,1	-11,5	-9,6	-8,7	-9,1	-9,6	-10,1	-10,6	-11,1	-12,5
Kapitał obrotowy	-12,4	-30,9	3,6	12,9	5,9	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,6	-0,7
Pozostałe											
FCF	**10,0**	**-5,7**	**47,8**	**51,1**	**43,0**	**34,5**	**35,8**	**37,3**	**39,1**	**40,9**	**42,9**
WACC	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,1%*
współczynnik dyskonta	*96,8%*	*87,9%*	*79,9%*	*72,5%*	*65,9%*	*59,8%*	*54,3%*	*49,3%*	*44,8%*	*40,7%*	*40,7%*
PV FCF	9,7	-5,0	38,2	37,1	28,3	20,6	19,5	18,4	17,5	16,7	
WACC	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***	***10,1%***
Koszt długu	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*	*7,1%*
Stopa wolna od ryzyka	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*	*5,6%*
Premia za ryzyko kredytowe	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*
Efektywna stopa podatkowa	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*	*19,0%*
Dług netto / EV	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*
Koszt kapitału własnego	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*10,6%*	*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%*	*5,0%*
Beta	1,0	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	*1,0%*
Wartość rezydualna (TV)	470,3
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	191,3
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	200,8
Wartość firmy (EV)	392,2
Dług netto	-68,5
Inne aktywa nieoperacyjne	
Udziałowcy mniejszościowi	5,9
Wartość firmy	454,8
Liczba akcji (mln)	17,4
Wartość firmy na akcję (PLN)	**26,1**
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	*10,6%*
Cena docelowa	**28,2**
EV/EBITDA('06) dla ceny docelowej	11,5
P/E('06) dla ceny docelowej	29,1
Udział TV w EV	49%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	**0,5%**	**1,0%**	**1,5%**	**2,0%**
WACC -1,0pp	29,7	30,6	31,5	32,6	33,9
WACC -0,5pp	28,2	28,9	29,6	30,5	31,4
WACC	27,1	27,6	**28,2**	28,8	29,6
WACC +0,5pp	26,1	26,5	27,0	27,5	28,1
WACC +1,0pp	25,3	25,7	26,1	26,5	27,0

Wycena porównawcza

Jako bazą porównawczą posłużyliśmy się spółkami zagranicznymi, zajmującymi się produkcją kotłów dla przemysłu i energetyki oraz realizujących generalne wykonawstwo przy budowie elektrowni „pod klucz". Są wśród nich zarówno konkurenci, jak i kontrahenci Rafako. Znosimy dyskonto z uwagi na znaczny potencjał wzrostu rynku polskiego i silną pozycję rynkową Rafako. Do wyceny porównawczej posłużyliśmy się wskaźnikami z roku 2006 i 2007. Przypisujemy równe wagi wartościom otrzymanym przy wykorzystaniu wskaźnika P/E i EV/EBITDA. W ten sposób otrzymujemy wycenę porównawczą na poziomie 20,6 PLN (w horyzoncie 9-miesięcznym 22,2 PLN). Wycenę porównawczą podajemy jedynie w celach informacyjnych. Nie wykorzystujemy jej przy wycenie końcowej, gdyż nie uwzględnia długoterminowych perspektyw rozwoju spółki. Rafako jest notowane ze sporą premią do zagranicznych odpowiedników. Można to uzasadnić znacznymi perspektywami rozwoju rynku polskiego.

Wskaźniki wyceny porównawczej

			EV/EBITDA			P/E			marża
	Cena	**Waluta**	**2005**	**2006P**	**2007P**	**2005**	**2006P**	**2007P**	**EBIT**
Foster Wheeler	39,6	USD	11,4	14,7	10,9	28,3	25,2	16,8	7,1%
ABB Ltd	15,6	CHF	9,2	9,2	8,1	31,9	19,8	16,1	7,5%
SNC Lavalin	29,8	CAD	12,7	17,9	15,9	34,4	30,4	26,3	6,3%
Miura Co	2595,0	JPY	13,2	8,4	7,8	23,4	19,1	17,2	10,3%
Aker Kvaerner	626,0	NOK	10,0	7,2	5,7	38,2	20,4	15,0	4,3%
Spirax-Sarco	872,5	GBp	9,7	8,7	8,1	17,8	15,7	14,2	15,8%
Maksimum			13,2	17,9	15,9	38,2	30,4	26,3	15,8%
Minimum			9,2	7,2	5,7	17,8	15,7	14,2	4,3%
Mediana			10,7	9,0	8,1	30,1	20,1	16,5	7,3%
Średnia			**11,0**	**11,0**	**9,4**	**29,0**	**21,8**	**17,6**	**8,5%**
Rafako	29,3		22,0	15,8	12,6	97,7	32,6	25,7	2,9%
(premia / dyskonto)			99,5%	43,4%	33,3%	236,8%	49,9%	46,0%	
Implikowana wycena									
Mediana			10,7	9,0	8,1	30,1	20,1	16,5	
Waga wskaźnika					50,0%			50,0%	
Waga roku			0,0%	50,0%	50,0%	0,0%	50,0%	50,0%	
Uzasadniona premia / dyskonto			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Wartość firmy na akcję (PLN)		**20,6**	19,0	21,5	24,1	9,0	18,1	18,8	

Źródło: DI BRE

Wycena końcowa i rekomendacja

Końcowa wycena ustalamy jako wycenę uzyskaną metodą DCF. Wyznaczamy ją na poziomie 28,20 PLN za akcję i obniżamy rekomendację dla Rafako z KUPUJ do TRZYMAJ.

Wyniki finansowe za II kwartał 2006

Wyniki w II kwartale 2006 roku

(mln PLN)	IIQ2006P	IIQ2006	IIQ2005	zmiana	IH2006	IH2005	zmiana	2006	2005	zmiana
Przychody	197,2	173,0	151,7	14,0%	317,5	257,0	23,5%	744,7	500,8	48,7%
EBITDA	10,8	6,0	3,4	76,5%	8,6	11,7	-26,5%	34,2	24,5	39,7%
marża	5,50%	3,44%	2,24%	-	2,71%	4,54%	-	3,33%	4,90%	-
EBIT	8,0	3,3	1,6	106,3%	3,3	6,6	-50,0%	23,2	14,4	61,1%
zysk brutto	7,3	4,7	-0,1	-	5,4	3,9	38,5%	21,0	7,4	184,4%
zysk netto	5,4	3,2	0,2	-	3,7	2,8	32,1%	15,6	10,8	44,6%

Źródło: Rafako, DI BRE

Wyniki skonsolidowane Rafako za II kwartał 2006 rozczarowały nas. Spółka zrealizowała zarówno przychody, jak i zyski poniżej naszych oczekiwań. Przychody w II kwartale wzrosły do poziomu 173 mln PLN (+14% r/r), EBITDA zwiększyła się do poziomu 6 mln PLN (+219,6% r/r), a zysk netto wzrósł do 3,2 mln PLN z 0,2 mln PLN w analogicznym kwartale roku poprzedniego. Mimo, iż wzrosty procentowo są wysokie, to jednak oczekiwania zarówno rynku, jak i nasze co do poprawy wyników w spółce, były wyższe.

Na wynik operacyjny w bieżącym kwartale miały wpływ kontrakty podpisywane jesienią ubiegłego roku. Wtedy to spółka dowiedziała się, że realizacja kontraktu w Bełchatowie zostanie przesunięta w czasie, wobec czego pozyskiwała kontrakty przy niskiej rentowności (nawet poniżej 10% marży brutto na sprzedaży) w celu zapełnienia portfela zamówień. Według zarządu, kontrakty podpisywane od kwietnia 2006 roku charakteryzują się już wyższą rentownością (15-20% marży brutto na sprzedaży). Jednak ich wpływ na wyniki finansowe będzie widoczny dopiero w 2007 roku. Wtedy również oczekujemy rozpoczęcia realizacji kontraktu w Bełchatowie. W tym kontekście rentowność w 2007 roku powinna istotnie się poprawić.

Wyniki finansowe w rozbiciu na segmenty

segment	przychody		zysk brutto na sprzedaży		marża brutto na sprzedaży	
	1H2006	1H2005	1H2006	1H2005	1H2006	1H2005
Obiekty energetyczne	231,1	200,8	19,4	17,0	8,4%	8,5%
Elektrofiltry	60,2	54,1	8,7	6,8	14,5%	12,6%
Nieruchomości	1,9	2,1	0,1	0,0	7,6%	2,3%
Razem	**293,3**	**257,0**	**28,3**	**23,9**	**9,7%**	**9,3%**

Źródło: Rafako

Analiza rentowności poszczególnych segmentów wskazuje, że w segmencie obiektów energetycznych, a więc tym, w którym pokładaliśmy największe nadzieje na poprawę rentowności, nie nastąpiła żadna poprawa (wręcz lekki spadek marży brutto na sprzedaży). Jedyna poprawa rentowności nastąpiła w spółce zależnej Elwo, zajmującej się produkcją i montażem elektrofiltrów. Brak poprawy operacyjnej w najważniejszym dla spółki segmencie wynika z wspomnianych wcześniej czynników.

Aktualizacja prognoz

Przesuwamy Bełchatów w czasie

Kontrakt na budowę nowego bloku w Bełchatowie opóźnia się w czasie. Jest to wynikiem braku domknięcia finansowania tej inwestycji. Prawdopodobnie, trudności z pozyskaniem finansowania wynikają z ostrożności banków w sytuacji braku ostatecznego rozwiązania dla sektora energetycznego w Polsce. Prawdopodobieństwo, że realizacja tego kontraktu rozpocznie się w obecnym roku jest w naszej opinii niskie, wobec czego przesuwamy część przychodów z realizacji kontraktu w Bełchatowie na kolejne lata.

Zakładany bezpośredni wpływ kontraktu w Bełchatowie na wyniki finansowe

	2006	2007	2008	2009	2010
Przychody	0	250,0	250,0	250,0	50,0
zysk brutto na sprzedaży	0	50,0	50,0	50,0	10,0
marża brutto na sprzedaży	0	20%	20%	20%	20%

Źródło: DI BRE

Zmiana prognoz

Niższe od zakładanych przychody kwartalne skłaniają nas dodatkowo do obniżenia prognozy sprzedaży w 2006 i 2007 roku o 100 mln PLN. Dokonujemy też korekt wyniku na poziomie operacyjnym i uwzględniamy w naszych prognozach pozostały zysk operacyjny ze sprzedaży nieruchomości w Gdańsku (10 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych). W wyniku aktualizacji naszych założeń, zmianie ulegają prognozy dla Rafako na lata 2006-2008.

	2006P	2006P nowa	2007P	2007P nowa	2008P	2008P nowa
Przychody	895	745	1 359	1 209	1 200	1 150
EBITDA	30	34	62	43	72	66
zysk netto	12	16	32	20	41	37

Źródło: DI BRE

Perspektywy rozwoju i czynniki ryzyka

Akwizycje i nowa emisja akcji

Rafako prowadzi rozmowy z potencjalnymi spółkami do przejęcia. W opinii zarządu spółki, rozmowy z dwoma podmiotami są już bardzo zaawansowane. Finalizacja akwizycji mogłaby podwoić przychody Rafako. Nowa emisja akcji ma być dedykowana właśnie wspomnianym akwizycjom. Ponieważ nie znamy szczegółów dotyczących potencjalnych celów Rafako, nie uwzględniamy żadnych przejęć w naszych prognozach. Elektrim wyraził już zgodę na nową emisję akcji. Ponieważ sytuacja prawno-finansowa Elektrimu jest niejasna, nie potrafimy stwierdzić czy Elektrim sam będzie uczestniczył w emisji, czy poprzez inny podmiot powiązany z Zygmuntem Solorzem-Żakiem.

Zaległa należność od Megadeksu w dalszym ciągu stanowi ryzyko

W dalszym ciągu nieuregulowana jest kwestia przeterminowanych należności w kwocie 15,8 mln PLN od Elektrimu Megadexu i jej ewentualnego wpływu na sprawozdanie finansowe Rafako. Zarząd Rafako ocenia prawdopodobieństwo odzyskania zaległych należności jako wysokie, stąd nie objął ich odpisem aktualizującym wartość. Ocena zarządu jest oparta na przekonaniu, że rozwój sytuacji rynkowej wpłynął na wzrost znaczenia Rafako w grupie kapitałowej Elektrimu. W związku z tym, spółka powinna być traktowana priorytetowo w stosunku do znajdującego się w trudnej sytuacji finansowej Megadeksu.

Duży backlog i ryzyko podwykonawców

Duży backlog zamówień na kolejne lata w wysokości około 2 mld PLN z jednej strony stanowi o możliwości zwiększenia przychodów w przyszłości, ale z drugiej stwarza ryzyko, że koszty realizacji tych kontraktów (wynagrodzenia, podwykonawcy, surowce i materiały) wzrosną i zmniejszą możliwą do zrealizowania marżę. Postrzegamy to jako jeden z ważniejszych czynników ryzyka dla przyszłych wyników finansowych Rafako.

Rachunek wyników

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przychody ze sprzedaży	**394,3**	**503,0**	**744,7**	**1 208,6**	**1 150,0**	**958,0**	**868,4**
zmiana	*-14,1%*	*27,6%*	*48,1%*	*62,3%*	*-4,9%*	*-16,7%*	*-9,4%*
Koszt własny sprzedaży	344,3	450,3	676,8	1 086,6	1 003,1	834,6	758,1
Zysk brutto na sprzedaży	50,0	52,7	68,0	122,1	146,9	123,4	110,3
marża brutto na sprzedaży	*12,7%*	*10,5%*	*9,1%*	*10,1%*	*12,8%*	*12,9%*	*12,7%*
Koszty sprzedaży	-15,5	-15,5	-22,8	-37,1	-35,3	-29,4	-26,7
Koszty ogólnego zarządu	-20,6	-23,6	-21,2	-29,8	-32,8	-34,4	-36,1
Pozostała działalność operacyjna netto	0,5	0,7	-0,8	-23,6	-22,4	-15,5	-6,7
EBIT	**14,4**	**14,4**	**23,2**	**31,6**	**56,4**	**44,0**	**40,8**
zmiana	*-1,9%*	*0,4%*	*60,9%*	*36,1%*	*78,5%*	*-21,9%*	*-7,3%*
marża EBIT	*3,6%*	*2,9%*	*3,1%*	*2,6%*	*4,9%*	*4,6%*	*4,7%*
Wynik na działalności finansowej	-12,2	-7,0	-2,2	-4,8	-6,0	-4,7	-3,4
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	**2,1**	**7,4**	**21,0**	**26,7**	**50,4**	**39,3**	**37,4**
Podatek dochodowy	0,6	1,7	4,0	5,1	9,6	7,5	7,1
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	0,5	1,4	1,8	3,4	2,7	2,5
Zysk netto	**1,2**	**5,2**	**15,6**	**19,8**	**37,4**	**29,2**	**27,8**
zmiana	*91,5%*	*56,3%*	*68,8%*	*-4,7%*	*15,7%*	*5,8%*	*5,6%*
marża	*0,3%*	*1,0%*	*2,1%*	*1,6%*	*3,3%*	*3,0%*	*3,2%*
Amortyzacja	9,6	10,1	11,0	11,7	10,0	12,1	12,7
EBITDA	**24,0**	**24,5**	**34,2**	**43,3**	**66,4**	**56,1**	**53,5**
zmiana	*-3,9%*	*2,2%*	*39,6%*	*26,4%*	*53,4%*	*-15,5%*	*-4,6%*
marża EBITDA	*6,1%*	*4,9%*	*4,6%*	*3,6%*	*5,8%*	*5,9%*	*6,2%*
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
EPS	0,1	0,3	0,9	1,1	2,1	1,7	1,6
CEPS	0,6	0,9	1,5	1,8	2,7	2,4	2,3
ROAE	*0,6%*	*2,4%*	*6,7%*	*8,0%*	*13,9%*	*10,0%*	*9,1%*
ROAA	*0,3%*	*1,2%*	*3,2%*	*3,5%*	*6,1%*	*4,7%*	*4,5%*

Bilans

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
AKTYWA	**416,4**	**458,7**	**524,2**	**606,1**	**628,0**	**613,2**	**615,7**
Majątek trwały	**154,4**	**148,9**	**141,3**	**141,7**	**143,2**	**140,7**	**136,7**
WNiP	3,9	3,5	4,1	4,9	3,5	2,9	2,8
Rzeczowe aktywa trwałe	128,5	121,7	115,3	114,8	117,7	115,8	111,8
Inwestycje długoterminowe	15,7	10,5	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	6,3	13,2	9,6	9,6	9,6	9,6	9,6
Majątek obrotowy	**262,0**	**309,8**	**382,9**	**464,4**	**484,8**	**472,6**	**479,1**
Zapasy	19,9	17,6	35,6	58,3	55,3	46,0	41,6
Należności	166,8	163,6	207,6	283,9	274,2	242,7	227,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	58,0	56,3	57,4	57,4	57,4	57,4	57,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalent	17,3	69,4	82,3	64,9	97,9	126,5	152,2
Aktywa do sprzedaży	0,0	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
PASYWA	**416,4**	**458,7**	**524,2**	**606,1**	**628,0**	**613,2**	**615,7**
Kapitał własny	**218,1**	**223,7**	**240,7**	**254,6**	**285,5**	**298,6**	**314,3**
Kapitał akcyjny	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8	34,8
Pozostałe kapitały własne	183,3	188,9	205,9	219,8	250,7	263,8	279,5
Zobowiązania długoterminowe	**24,5**	**21,4**	**21,2**	**21,2**	**21,2**	**21,2**	**21,2**
Pożyczki i kredyty	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy	23,6	21,4	21,2	21,2	21,2	21,2	21,2
Zobowiązania krótkoterminowe	**173,8**	**213,6**	**262,3**	**330,3**	**321,3**	**293,4**	**280,2**
Pożyczki i kredyty	40,4	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania wobec dostawców	64,6	57,2	106,8	174,8	165,9	137,9	124,7
Pozostałe zobowiązania	16,0	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7	25,7
Rozliczenia międzyokresowe	52,9	129,8	129,8	129,8	129,8	129,8	129,8
Dług	41,3	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	24,0	-68,5	-82,3	-64,9	-97,9	-126,5	-152,2
(Dług netto / Kapitał własny)	*11,0%*	*-30,6%*	*-34,2%*	*-25,5%*	*-34,3%*	*-42,4%*	*-48,4%*
(Dług netto / EBITDA)	1,0	-2,8	-2,4	-1,5	-1,5	-2,3	-2,8
BVPS	12,5	12,9	13,8	14,6	16,4	17,2	18,1

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
Przepływy operacyjne	**-21,8**	**94,1**	**24,2**	**2,5**	**54,5**	**56,9**	**48,9**
Zysk netto	1,2	5,2	15,6	19,8	37,4	29,2	27,8
Amortyzacja	11,1	10,1	11,0	11,7	10,0	12,1	12,7
Kapitał obrotowy	-34,3	-1,4	-12,4	-30,9	3,6	12,9	5,9
Pozostałe	0,2	80,2	10,0	1,8	3,4	2,7	2,5
Przepływy inwestycyjne	**14,6**	**-36,6**	**35,5**	**-12,1**	**-11,5**	**-9,6**	**-8,7**
CAPEX	-3,9	-4,9	-7,4	-12,1	-11,5	-9,6	-8,7
Inwestycje kapitałowe	18,5	-31,7	42,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	**5,2**	**-46,2**	**-0,9**	**-7,8**	**-9,9**	**-18,7**	**-14,6**
Emisja akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	10,1	-40,3	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	0,0	0,0	0,0	-7,8	-9,9	-18,7	-14,6
Pozostałe	-4,9	-5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	**-2,0**	**11,3**	**58,8**	**-17,4**	**33,1**	**28,6**	**25,6**
Środki pieniężne na koniec okresu	12,3	23,5	82,3	64,9	97,9	126,5	152,2
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	1,1	0,8
FCF			10,0	-5,7	47,8	51,1	43,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*

Wskaźniki rynkowe

	2004	2005	2006P	2007P	2008P	2009P	2010P
P/E	419,3	97,7	32,6	25,7	13,6	17,5	18,4
P/CE	41,4	33,3	19,1	16,2	10,7	12,3	12,6
P/BV	2,3	2,3	2,1	2,0	1,8	1,7	1,6
P/S	1,3	1,0	0,7	0,4	0,4	0,5	0,6
FCF/EV			*1,8%*	*-1,1%*	*8,8%*	*9,3%*	*7,8%*
EV/EBITDA	22,5	22,0	15,8	12,6	8,2	9,8	10,3
EV/EBIT	37,6	37,4	23,3	17,2	9,7	12,5	13,5
EV/S	1,4	1,1	0,7	0,4	0,5	0,6	0,6
DYield	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,5%*	*1,9%*	*3,7%*	*2,9%*
Cena (PLN)	**29,3**						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4	17,4
MC (mln PLN)	509,8	509,8	509,8	509,8	509,8	509,8	509,8
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	5,6	5,9	7,4	9,2	12,6	15,2	17,8
EV (mln PLN)	539,4	539,7	541,1	542,9	546,4	549,0	551,6

Departament Analiz:

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Wicedyrektor
michal.marczak@dibre.com.pl
Telekomunikacja, surowce, metale, media, hotele

Analitycy:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Andrzej Lis tel. (+48 22) 697 47 42
andrzej.lis@dibre.com.pl
IT

Michał Mierzwa tel. (+48 22) 697 47 41
michal.mierzwa@dibre.com.pl
Chemia, ropa naftowa i gaz

Krzysztof Radojewski tel. (+48 22) 697 47 01
krzysztof.radojewski@dibre.com.pl
Farmaceutyki, budownictwo, usługi

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Handel, inne

Jacek Borawski tel. (+48 22) 697 48 88
jacek.borawski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Grzegorz Domagała tel. (+48 22) 697 48 03
Wicedyrektor
grzegorz.domagala@dibre.com.pl

Sprzedawcy:

Michał Skowroński tel. (+48 22) 697 49 68
michal.skowronski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka tel. (+48 22) 697 48 95
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Krzysztof Solus tel. (+48 22) 697 47 31
krzysztof.solus@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczuk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczuk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Joanna Niedziela tel. (+48 22) 697 48 54
joanna.niedziela@dibre.com.pl

Aleksander Mazur tel. (+48 22) 697 48 69
aleksander.mazur@dibre.com.pl

Michał Świtakowski tel. (+48 22) 697 48 16
michal.switakowski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
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 księgowa*
***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 księgowa) - 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, ż e 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.

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 Papierów Wartościowych i Giełd.

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	Akumuluj	Trzymaj	Trzymaj	Kupuj
data wydania	2005-12-22	2006-02-16	2006-05-12	2006-07-10
kurs z dnia rekomendacji	19.40	23.00	30.70	24.30
WIG w dniu rekomendacji	35537.63	38109.01	45894.55	42875.60