16 lutego 2006

Aktualizacja raportu

DOM INWESTYCYJNY BRE BANKU S.A.

Budownictwo
Polska

Rafako

RAFA. WA; RFK.PW

Trzymaj
(Obniżona)

Cena bieżąca	**PLN 23.00**
Cena docelowa	**PLN 21.70**
Kapitalizacja	PLN 0.4 mld
Free float	PLN 0.18 mld
Średni dzienny obrót (3 mies.)	PLN 1.3 mln

Struktura akcjonariatu

Elektrim	49.90%
BZ WBK AIB TFI	5.20%
Pozostali	45.00%

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.

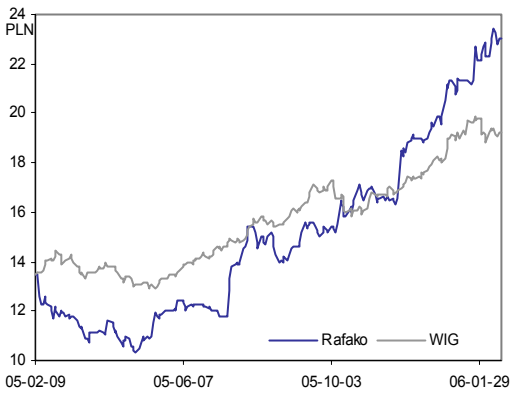
Profil spółki

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 zależą Elwo, dostarcza również elektrofiltry. Posiada rozległe doświadczenie oraz szerokie referencje w kraju i za gra-

Ważne daty

21.03 - publikacja raportu rocznego
27.04 - publikacja raportu za 1Q
03.08 - 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

Wyniki IV kw. zgodne z oczekiwaniami

Wyniki Rafako za IV kw. na poziomie zysku netto były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Spółka zrealizowała w całym roku 2005 skonsolidowane przychody na poziomie 500,8 mln PLN i zysk netto 5,2 mln PLN. Naszym zdaniem, zauważalne ożywienie na rynku budownictwa energetycznego przełoży się w kolejnych latach na znaczący wzrost przychodów i wyników finansowych Rafako. Ponieważ wyniki spółki są zgodne z naszymi oczekiwaniami, nie zmieniamy naszych prognoz na 2006 rok. Z uwagi na to, że cena akcji osiągnęła naszą cenę docelową 21,70 PLN, obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj.

Nowe kontrakty poprawią rentowność

Rafako ma wypełniony portfel zamówień na 2006 rok. Największym kontraktem będzie budowa w latach 2006-2009 nowego kotła w Bełchatowie, która rozpocznie się w najbliższych miesiącach. Cały projekt pochłonie 800 mln PLN. Oczekujemy, że dzięki kontraktom na budowę kotłów, rentowność spółki ulegnie znaczącej poprawie. W chwili obecnej nie widzimy jednak podstaw do podniesienia naszej prognozy wyników na 2006 rok.

Zapotrzebowanie na moce wytwórcze

Wysyp nowych kontraktów zwiększył zapotrzebowanie na moce wytwórcze. Rafako ma wkrótce poinformować o nowym kontrakcie z Elektrownią Bełchatów na instalację odsiarczania o wartości około 53 mln EUR. Dodatkowo negocjuje umowy w polskich elektrociepłowniach za około 60-80 mln PLN. Problemem zaczynają być ograniczone moce wytwórcze. Zarząd wspomina o możliwości akwizycji podmiotów działających w branży, jednak w chwili obecnej nie znamy więcej szczegółów dotyczących tych planów.

Poszerzenie generalnego wykonawstwa

Rafako planuje zwiększyć zakres przeprowadzanego generalnego wykonawstwa. W chwili obecnej spółka realizuje projekty „pod klucz" w zakresie instalacji odsiarczania. Docelowo chce rozszerzyć działalność poprzez dostarczanie całego pola kotłowego (kocioł, palniki, pompy, młyny), jak również realizację całych elektrowni „pod klucz". Przy ocenie tych działań zachowujemy ostrożność, mimo iż widzimy tkwiący w nich potencjał zwiększenia przychodów i realizowanej marży.

(mln PLN)	2003	2004	2005	2006P	2007P
Przychody	459,2	390,0	500,8	843,2	969,1
EBITDA	24,6	25,7	24,4	47,5	54,5
marża EBITDA	*5,4%*	*6,6%*	*4,9%*	*5,6%*	*5,6%*
EBIT	14,6	16,1	14,4	34,2	41,3
Zysk netto	5,6	2,0	5,2	20,2	23,5
Cash earnings	15,6	11,6	15,1	33,4	36,7
P/E	71,0	198,1	76,5	19,8	17,0
P/CE	25,6	34,4	22,5	12,0	10,9
P/BV	1,7	1,5	1,4	1,6	1,5
EV/EBITDA	17,0	16,8	13,4	8,7	7,4

Od 2005 wg MSSF

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.

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej i Analiz:

Tomasz Mazurczak tel. (+48 22) 697 47 35
Dyrektor
tomasz.mazurczak@dibre.com.pl
Analiza strategiczna

Analitycy:

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

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

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

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

Przemysław Smoliński tel. (+48 22) 697 49 64
przemyslaw.smolinski@dibre.com.pl
Analiza techniczna

Sprzedaż:

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

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 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
data wydania	2005-12-22
kurs z dnia rekomendacji	19.40
WIG w dniu rekomendacji	35537.63