

1 lutego 2011

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

| | |
|--------------------------------|------------------|
| Cena bieżąca | 11,60 PLN |
| Cena docelowa | 13,40 PLN |
| Kapitalizacja | 0,82 mld PLN |
| Free float | 0,15 mld PLN |
| Średni dzienny obrót (3 mies.) | 1,18 mln PLN |

Struktura akcjonariatu

| | |
|-----------------------------|--------|
| Laris Investments | 37,45% |
| BZ WBK AIB Asset Management | 23,25% |
| Elektrim | 12,47% |
| AVIVA OFE BZ WBK | 8,33% |
| Pozostali | 18,50% |

Strategia dotycząca sektora

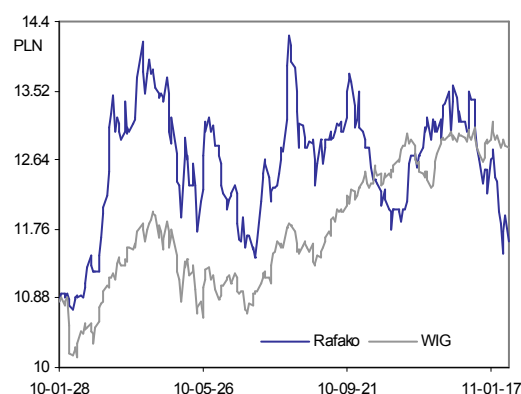
Nasza strategia na rok 2011 zakłada niedoważanie branży budowlanej. Rok 2011 to kumulacja wyników z nowych, niżej marżowych kontraktów, spadek ilości nowych przetargów drogowych i rok oczekiwania na duże zlecenia energetyczne. Jedyny istotny potencjał wzrostu ilości i wartości nowych zleceń w sektorze widzimy w energetyce. Uważamy, że w 2011 roku wyceny spółek będą pod presją, co kreować będzie interesujące średnioterminowe okazje inwestycyjne.

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

21.03 - raport RS 2010
16.05 - raport Q1 2011
31.08 - raport PsR 2011

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

Akumuluj

(Podtrzymana)

Nadal duże szanse na rozwój

Rafako pozostaje naszym zdaniem jedną z najlepszych ekspozycji na inwestycje w budowę nowych bloków energetycznych w Polsce. Przetargi rozstrzygną się później, niż zakładano na początku 2010 roku, niemniej, inwestycje związane są z cyklem odtworzeniowym mocy wytwórczych w polskiej energetyce i muszą zostać zrealizowane. Pierwszym rozstrzygniętym przetargiem będzie prawdopodobnie kontrakt na budowę bloku w Opolu. Zakładamy, że wykonawca inwestycji wartej 9,9 mld PLN zostanie wybrany w H2 2011. Pozostałe duże zlecenia (Turów, Koźnice, Jaworzno) mogą być rozstrzygnięte w 2012 roku. Duże kontrakty energetyczne najwcześniej pojawią się w wynikach spółek w 2013 roku - stąd premia na wskaźnikach wyceny Rafako na rok 2012. Pozyskanie jednego dużego zlecenia uwzględniamy w prognozach, co generuje dużą dynamikę przychodów Rafako w 2013 roku. Rafako planuje również akwizycję PAK i kopalni. Akcje konkurentów PAK, PGE i Tauronu, postrzegamy jako niedowartościowane. Pod warunkiem, że wycena przejmowanych aktywów nie odbiegałaby od wyceny giełdowych spółek, transakcja mogłaby budować wartość dla Rafako. Marginesem bezpieczeństwa dla Rafako pozostaje duża wartość zawiązanych rezerw (ponad 165 mln PLN na ryzyka związane z kontraktami). Część rezerw mogłoby zostać rozwiązane, co pozytywnie wpływałoby na wyniki 2011 i 2012 (nie uwzględniamy tego w prognozach). Podtrzymujemy rekomendację akumuluj.

Inwestycje energetyki: pojawi się rynek wart 5,9 mld PLN rocznie

Wartość przetargów do realizacji w latach 2013-2022 szacujemy na 176,8 mld PLN, z czego 70,2 mld PLN to bloki jądrowe (realizacja: 2017-2021), zaś pozostałe 106,6 mld PLN to bloki konwencjonalne (realizacja: 2013-2022). Zakładając, że z planowanych 106,6 mld PLN w ciągu 10 lat zostanie zrealizowane 50-60%, otrzymujemy roczną wartość rynku na poziomie 5,9 mld PLN. Przyszły udział Rafako w tym rynku szacujemy na około 13%.

Możliwe scenariusze związane z zakupem PAK

Rozpatrujemy trzy scenariusze związane z akwizycją PAK, z których najbardziej prawdopodobny jest zakup całego pakietu aktywów energetycznych przez Rafako. Transakcja taka mogłaby być korzystna, pod warunkiem, że wycena nie będzie odbiegać od wycen PGE i Tauronu. Akwizycja związana byłaby z dużym wzrostem zadłużenia, dług jednak byłby prawdopodobnie obsługiwany przez PAK i zabezpieczony głównie na jego majątku.

Ryzyka techniczne pod kontrolą

W części produktów Rafako dostrzeżono wady techniczne, wynikające z zastosowania nowych stopów stali. Ryzyka zostały już rozpoznane w postaci rezerw i wydatkowane (koszty napraw). Gdyby udało się obciążyć winą za usterki projektanta lub dostawcę materiałów, możliwe byłoby rozwiązanie części rezerw (30-70 mln PLN). Nie stanie się to jednak szybko.

| (mln PLN) | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody | 963,7 | 1 135,6 | 1 418,2 | 1 460,8 | 2 015,9 |
| EBITDA | 67,5 | 64,6 | 77,5 | 79,9 | 101,3 |
| marża EBITDA | 7,0% | 5,7% | 5,5% | 5,5% | 5,0% |
| EBIT | 53,9 | 52,7 | 63,7 | 65,6 | 86,5 |
| Zysk netto | 37,7 | 40,1 | 56,3 | 61,1 | 79,4 |
| P/E | 21,4 | 20,1 | 14,3 | 13,2 | 10,2 |
| P/CE | 15,7 | 15,5 | 11,5 | 10,7 | 8,6 |
| P/BV | 2,2 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |
| EV/EBITDA | 8,6 | 10,1 | 8,0 | 7,3 | 5,3 |
| DYield | 1,3% | 2,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

Prognoza wyników Q4 2010

Zgodnie z prasowymi zapowiedziami Prezesa Rafako, nie spodziewamy się, aby wynik Q4 2010 mógł istotnie różnić się od tendencji zaprezentowanych w poprzednich trzech kwartałach roku. Marżę brutto na sprzedaży przewidujemy na poziomie 10,3%. Oczekujemy spadku kosztów ogólnych q/q do poziomu 17,1 mln PLN. W prognozie nie uwzględniamy istotnych zdarzeń jednorazowych. Wynik Q4 2009 był nietypowy i trudno mówić o porównywalności wyników r/r. W Q4 2010 niska okazała się marża brutto na sprzedaży, duże zaś pozostałe przychody operacyjne i finansowe netto.

Prognoza wyników Rafako w Q4 2010

| (mln PLN) | Q4 2010 | Q4 2009 | zmiana |
|-----------------------------|---------|---------|---------|
| Przychody | 275,0 | 264,5 | 4,0% |
| Zysk brutto na sprzedaży | 28,2 | 12,3 | 129,0% |
| Marża % | 10,3% | 4,7% | - |
| Koszty ogólne | 17,1 | 15,2 | 12,5% |
| Pozostałe koszty operacyjne | 1,0 | -11,6 | -108,6% |
| EBIT | 10,1 | 8,7 | 15,8% |
| Marża % | 3,7% | 3,3% | - |
| Pozostałe koszty finansowe | -1,1 | -10,5 | -89,5% |
| Zysk brutto | 11,2 | 19,2 | -41,6% |
| Podatek | 2,1 | 2,7 | -21,4% |
| Zyski mniejszości | 0,3 | -0,3 | -203,8% |
| Zysk netto | 8,8 | 16,8 | -47,6% |

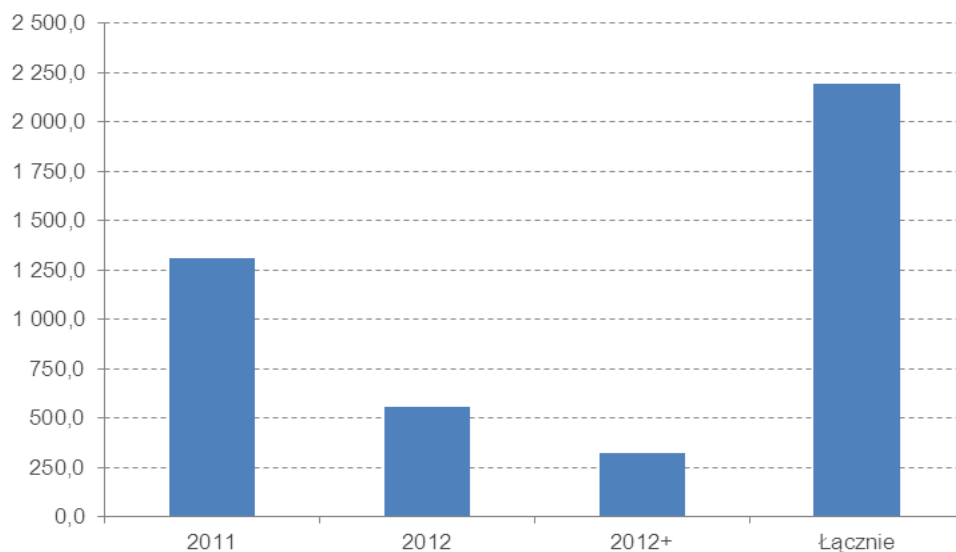
Źródło: DI BRE Banku S.A.

Portfel zamówień Rafako

Zgodnie z naszymi szacunkami, portfel zleceń Rafako na rok 2011 ma wartość około 1,3 mld PLN. Wartość ta ujmuje wybór oferty na dostawę elektrofiltrów do elektrowni w Kozienicach (z tego tytułu oczekujemy 12 mln PLN przychodów w 2011 roku) oraz wybór oferty na budowę bloku 20 MW w Elblągu opalanego biomasą (oczekiwana wartość przychodów z tego tytułu w 2011 roku to 21,1 mln PLN). Cały portfel zamówień Rafako szacujemy na 2,2 mld PLN.

Nasza prognoza przychodów Rafako w 2011 roku zakłada, że spółce uda się wygenerować 1,42 mld PLN sprzedaży. Oznacza to, że przy założeniu braku opóźnień realizacji kontraktów, które obecnie znajdują się w portfelu zleceń, spółka musi jeszcze pozyskać zlecenia warte 105 mln PLN, do realizacji w 2011 roku.

Portfel zamówień Rafako na rok 2011 i lata przyszłe



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje w budowę nowych bloków energetycznych

Zaawansowanie przetargów na budowę nowych bloków

Na początku 2010 roku oczekiwano, że kilka dużych przetargów zostanie rozstrzygniętych już w roku 2011. Niestety, oczekiwania te okazały się zbyt optymistyczne. Perspektywy sektora nie ulegają zmianie o tyle, że inwestycje w nowe bloki energetyczne są konieczne (cykl inwestycji odtworzeniowych). Po prostu sięgające 0,5-1 rok opóźnienie w rozstrzygnięciu przetargu w kontekście 40-letniego cyklu eksploatacji bloku energetycznego nie jest istotne (opóźnienia rozważane w stosunku do raportu sektorowego z ubiegłego roku).

Poza tym, nadal Komisja Europejska nie zaakceptowała listy nowych inwestycji w budowę bloków energetycznych w Polsce uprawnionych do ulg w przypadku nabywania uprawnień do emisji CO₂. Akceptacji listy spodziewamy się w H2 2011 i wówczas najprawdopodobniej zostaną rozstrzygnięte pierwsze przetargi (przetarg na budowę bloków w Opolu, PGE).

Poniżej prezentujemy stan zaawansowania poszczególnych projektów inwestycyjnych. Można zakładać, że z planowanych inwestycji ostatecznie około 50-60% zostanie zrealizowane (poszczególne projekty często są wzajemnie konkurencyjne, bądź ich realizacja uzależniona jest od zmian struktury właścicielskiej spółek je prowadzących). Ścieżka przetargów na budowę bloków energetycznych zazwyczaj obejmuje etapy takie jak:

- ogłoszenie przetargu;
- złożenie ofert wstępnych (prekwalifikacje);
- dopuszczenie wybranych firm do złożenia ofert technicznych;
- złożenie ofert technicznych;
- wybór koncepcji technicznej;
- złożenie ostatecznych ofert cenowych;
- wybór najkorzystniejszej oferty;
- podpisanie umowy z wykonawcą.

Zaawansowanie inwestycji w budowę nowych bloków w Polsce

| Lokalizacja | Paliwo | Moc (MW) | Wartość (mld PLN) | Inwestor | Data rozstrzygnięcia | Zaawansowanie |
|---------------------|-----------------|-----------|-------------------|------------------------------|----------------------|---------------------------------|
| Siekierki, Warszawa | węgiel kamienny | 480 | 2,8 | Vattenfall | 15 luty 2011 | złożenie ofert cenowych |
| Opole | węgiel kamienny | 1600-1800 | 9,9 | PGE | H2 2011 | wybrana specyfikacja techniczna |
| Stalowa Wola | parowo-gazowy | 400-430 | 1,3 | Tauron + PGNiG | 2011/2012 | złożone oferty wstępne |
| Jaworzno | węgiel kamienny | 800-910 | 5,0 | Tauron | 2011/2012 | złożenie ofert technicznych |
| Kozienice | węgiel kamienny | 900-1000 | 5,6 | Enea | 2012 | złożone oferty techniczne |
| Turów | węgiel brunatny | 430-450 | 2,1 | PGE | 2012 | złożenie ofert wstępnych |
| Włocławek | parowo-gazowy | 400-500 | 1,4 | PKN Orlen | 2012 | złożenie ofert wstępnych |
| Gdańsk | gaz lub inne | 250 | 0,8 | Energa + ESB + PGNiG + Lotos | 2012/2013 | koncepcja |
| Rybnik | węgiel kamienny | 900 | 5,3 | EDF/ EnBW | 2011/2012 | oczekiwanie na wybór wykonawcy |
| Skawina | parowo-gazowy | 430 | 1,3 | CEZ | - | projekt na sprzedaż |
| Polkowice - Głogów | parowo-gazowy | 40 | 0,1 | KGHM | 2011 | b.d. |
| Wrocław | węgiel kamienny | 400 | 2,3 | Fortum | 2012/2013 | koncepcja |
| Dolna Odra | parowo-gazowy | 864 | 2,7 | PGE | 2012/2013 | koncepcja |
| Ostrołęka | węgiel kamienny | 1000 | 5,9 | Energa | 2012+ | koncepcja |
| Grudziądz | parowo-gazowy | 860 | 2,7 | Energa + ESB | 2012+ | koncepcja |
| k/Lublina | węgiel kamienny | 1600 | 9,4 | PGE | 2012+ | koncepcja |
| Pomorzany | parowo-gazowy | 488 | 1,5 | PGE | 2012+ | koncepcja |
| Blachownia Nowa | węgiel kamienny | 910 | 5,3 | Tauron, KGHM | 2012+ | umowa Tauron i KGHM |
| Siersza | węgiel kamienny | 910 | 5,3 | Tauron | 2012+ | koncepcja |



| | | | | | | |
|--------------------|-----------------|---------|--------------|-----------------|-------|----------------------|
| Łaziska | węgiel kamienny | 910 | 5,3 | Tauron | 2012+ | koncepcja |
| Tychy | węgiel kamienny | 55 | 0,3 | Tauron | 2012+ | koncepcja |
| k/Lublina | węgiel kamienny | 800-900 | 5,0 | GDF Suez | 2012+ | koncepcja |
| Police | węgiel kamienny | 1432 | 8,4 | GDF Suez | 2012+ | koncepcja |
| Pelplin | węgiel kamienny | 1600 | 9,4 | Kulczyk Holding | 2012+ | koncepcja |
| Pruszków | węgiel kamienny | 70 | 0,4 | Vattenfall | 2012+ | koncepcja |
| Żerań | węgiel kamienny | 480 | 2,8 | Vattenfall | 2012+ | koncepcja |
| Żerań | parowo-gazowy | 400 | 2,3 | Vattenfall | 2012+ | studium wykonalności |
| Zabrze | węgiel kamienny | 350 | 2,0 | Fortum | 2012+ | koncepcja |
| Klempicz (Gryfino) | paliwo jądrowe | 3000 | 35,1 | PGE | 2015+ | koncepcja |
| Żarnowiec (Tczew) | paliwo jądrowe | 3000 | 35,1 | PGE | 2015+ | koncepcja |
| Suma | | | 176,8 | | | |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Szacunek wielkości rynku budowy nowych bloków energetycznych

Wartość potencjalnych przetargów na budowę nowych bloków energetycznych w Polsce szacujemy na 176,8 mld PLN. Z kwoty tej 70,2 mld PLN to wartość inwestycji w budowę bloków jądrowych. Rozpoczęcie budowy bloków jądrowych musi być poprzedzone około 5 latami prac przygotowawczych. Pozostała kwota inwestycji w budowę bloków konwencjonalnych to 106,6 mld PLN.

Uważamy, że 55% z tych bloków ma szansę powstać w ciągu 10 lat (2013-2022). Daje to kwotę średnio około 5,9 mld PLN rocznych nakładów na budowę nowych bloków w latach 2013-2022. Powyższa kalkulacja jest uproszczona, gdyż w 2013 roku wydatki na budowę nowych bloków będą mniejsze. W przypadku podpisania umowy w roku 2012, w roku 2013 toczyć będą się niemal wyłącznie prace projektowe.

Bloki jądrowe z kolei naszym zdaniem mają szansę być budowane w latach 2017-2021. Zakładając, że 60% z planów zostanie zrealizowane (z kwoty 70,2 mld PLN), otrzymujemy roczne nakłady na budowę bloków jądrowych w wysokości około 7 mld PLN. Perspektywa bloków jądrowych to szansa, że wzrost wydatków inwestycyjnych energetyki nie jest jednorazowy i będzie kontynuowany, wręcz zwielokrotniony, w dłuższym terminie.

Rafako a bloki jądrowe w Polsce

Kompetencje w ramach budowy reaktora, odpowiadającego za istotny udział kosztu budowy bloku jądrowego, posiada kilka światowych koncernów. W efekcie, potencjalny udział polskich firm w kosztach budowy bloku jądrowego jest znacznie mniejszy, niż w przypadku bloków konwencjonalnych. Na pewno żadna z polskich firm nie będzie w stanie zaoferować usług generalnego wykonawstwa bloków jądrowych. W rachubę wchodzi jedynie podwykonawstwo.

Obecnie jedynie Elektrobudowa posiada duże kompetencje w ramach realizacji prac w blokach jądrowych. Chodzi o prace z dziedziny elektryki i automatyki, w tym w części reaktorowej bloku.

Rafako miałyby naszym zdaniem szansę na pozyskanie kompetencji w ramach wykonawstwa prac tzw. obiegu wtórnego bloku jądrowego oraz kompetencji w ramach wykonawstwa wybranych prac, dotyczących elementów pomocniczych obiegu pierwotnego. Na obieg pierwotny składa się m.in. reaktor, wytwornica pary, pompy i stabilizator ciśnienia. Na obieg wtórny składa się m.in. wytwornica pary, turbina parowa, skraplacz i układ regeneracyjnego podgrzewania wody zasilającej.

Rozstrzygnięcia przetargów a zmiany kapitałowe w spółkach

Spośród podmiotów planujących budowę nowych bloków energetycznych w Polsce, wybrane firmy lub projekty są na sprzedaż. Zmiana właściciela może opóźnić realizację inwestycji, lub zmienić jej charakter (np. z bloku węglowego na jądrowy). W tej kategorii można wymienić m.in. blok w Opolu, blok w Siekierkach, blok w Kozienicach, blok w Rybniku, blok w Skawinie.

Blok w Opolu charakteryzuje się dużym kosztem wytworzenia (9,9 mld PLN). Inwestorem jest PGE. Pewnym ryzykiem, mogącym opóźnić pozyskanie finansowania na realizację bloku, mogłaby być obarczona akwizycja Energii przez PGE. UOKiK nie zgodził się ostatnio na przejęcie, spotkało się to jednak z krytyką PGE i rządu. Nawet w przypadku przejęcia Energii przez PGE, nie jest wykluczone, że finansowanie będzie ostatecznie pozyskiwane dopiero po podpisaniu umowy na budowę bloku. Oznaczałoby to, że kontrakt podpisany z wykonawcą musiałby mieć charakter warunkowy (wejście w życie części budowlanej pod warunkiem pozyskania finansowania, realizacja części projektowej ze środków zamawiającego). Zważywszy na umiarkowane zadłużenie PGE, nie dostrzegamy ryzyka braku realizacji nowych inwestycji przez PGE, nawet w przypadku realizacji akwizycji. Oczekujemy, że na budowę bloku w Opolu zostaną złożone w połowie 2011 roku dwie oferty cenowe.

Projekt budowy nowego bloku w Siekierkach (Warszawa) ma duży sens biznesowy, jednak rozstrzygnięcie przetargu może się opóźnić, z uwagi na oczekiwaną sprzedaż elektrociepłowni warszawskich. Vattenfall rozważa wycofanie się z działalności w Polsce. W przypadku decyzji o sprzedaży bloku, najkorzystniejsze dla Vattenfall mogłoby być wstrzymanie się z podpisaniem kontraktu na wykonawstwo, gdyż potencjalnie mogłoby to negatywnie oddziaływać na cenę sprzedaży aktywów. Niemniej, data złożenia ofert w przetargu została przesunięta na 15 lutego nie z winy Vattenfall, ale na prośbę jednego z oferentów.

Z podobnych przyczyn, rozstrzygnięcie przetargu na budowę bloku w Kozienicach przed zakończeniem prywatyzacji Enei byłoby niewskazane. W zależności od tego, jaki koncern stanie się właścicielem Enei, kontrakt budowlany ma mniejsze lub większe szanse być podpisany w 2012 roku. W przypadku gdyby udziałowcem Enei stały się spółki p. Kulczyka, szansa jest duża. W przypadku, gdyby udziałowcem stał się EdF, charakter inwestycji mógłby zostać zmieniony na elektrownię jądrową, co opóźniłoby cały proces o kilka lat.

Ponadto, EdF jest raczej skłonny do wyboru doświadczonego wykonawcy poza procedurą przetargu publicznego. Tak może stać się w przypadku planowanego bloku w Rybniku, gdzie naszym faworytem jest Alstom. Realizacja bloku uzależniona jest od możliwego przejęcia przez EdF Enei. W przypadku przejęcia, sądzimy, że tylko jeden blok, albo Kozienice, albo Rybnik, byłby realizowany w konwencji bloku węglowego.

Projekt budowy bloku w Skawinie, prowadzony do tej pory przez CEZ, jest na sprzedaż. Zależnie, kto będzie jego nabywcą, inwestycja może rozpocząć się wcześniej, później, lub może w ogóle nie być prowadzona.

Zmiany kapitałowe w spółkach a dobry i zły scenariusz dla Rafako

| Lokalizacja bloku | Wartość (mld PLN) | Dobry scenariusz | Zły scenariusz |
|---------------------|-------------------|--|--|
| Siekierki, Warszawa | 2,8 | Sprzedaż projektu lub brak wycofania się Vattenfall z Polski | Opóźniająca się sprzedaż projektu, wycofanie się Vattenfall z Polski |
| Opole | 9,9 | PGE nie przejmuje Energii | PGE przejmuje Energeę |
| Kozienice | 5,6 | EdF nie przejmuje Enei | EdF przejmuje Eneę |
| Rybnik | 5,3 | EdF nie przejmuje Enei | EdF przejmuje Eneę |
| Skawina | 1,3 | Projekt zostaje sprzedany | Projekt nie znajduje nabywcy |
| Suma | 24,9 | | |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Przełożenie dużych kontraktów na wyniki finansowe spółek

W przypadku pozyskania kontraktu na budowę bloku w Opolu w H2 2011, pierwsze istotne przychody z budowy bloku mogłyby pojawić się w roku 2013. W przypadku zleceń pozyskanych w 2012 roku, przychody najwcześniej mogłyby się pojawić w II połowie roku 2013. Związane jest to z tym, że pomimo tego, że specyfikacja techniczna bloku została już przedstawiona, po pozyskaniu kontraktu konieczne jest jeszcze przeprowadzenie szczegółowych prac projektowych i pozyskanie pozwolenia na budowę bloku.

Obecnie portfel zleceń Rafako ma wartość 2,2 mld PLN. Wartość kontraktu na budowę bloku w Opolu szacujemy na 9,9 mld PLN. Udział Rafako w tej kwocie mógłby naszym zdaniem sięgać 40%, czyli 4,0 mld PLN. W efekcie, pozyskanie kontraktu powiększyłoby portfel zleceń Rafako z 2,2 mld PLN do 6,2 mld PLN. Realizacja kontraktu mogłaby zapewnić Rafako 0,5 mld PLN dodatkowych przychodów w roku 2013 i 1 mld PLN dodatkowych przychodów od roku 2014.

Nie tylko dużymi przetargami żyje sektor

Dużą szansą dla spółek działających w sektorze energetycznym są także plany budowy bloków opalanych biomasą w Polsce. Wartość rynku to około 2 mld PLN do realizacji w ciągu 2 lat. Chodzi o 4-5 dużych projektów i około 20 małych.

Na rozstrzygnięcie oczekują przetargi na budowę spalarni odpadów w Polsce. Inwestycje prawdopodobnie będą realizowane w konwencji PPP. Przetargi na budowę spalarni odpadów są opóźnione o około pół roku. W Polsce planowanych jest 12 projektów budowy spalarni odpadów. Zakładamy, że 5 przetargów o wartości 2,2 mld PLN zostanie rozstrzygniętych w roku 2011. Inwestycje uwzględnione są w Programie Operacyjnym Infrastruktura i Środowisko i objęte dotacjami UE. Realizacja inwestycji jest bezpośrednio związana z rosnącymi wymogami UE dotyczącymi odsetku odpadów, których utylizacja jest wymagana w poszczególnych latach.

Ponadto, można spodziewać się rozstrzygnięcia również przetargów na budowę wybranych instalacji odsiarczania, elektrofiltrów (rynek polski i rynki zagraniczne). Nie widzimy za to raczej szans dla Rafako na realizację prac podwykonawczych dla Babcock Borsig Service, który podpisał z PGE umowę na modernizację części kotłowej w blokach 7-12 Elektrowni Bełchatów. Kontrakt ma wartość około 2 mld PLN. Podwykonawcami prac montażowych, odpowiadających 60% wartości kontraktu, mogą być inne spółki giełdowe.

Rafako a problemy z jakością stopów stali

W ramach budowy nowych bloków energetycznych w Niemczech, ujawniły się problemy jakościowe związane z nowymi gatunkami stali, wykorzystanymi w budowie kotłów nadkrytycznych. Chodzi m.in. o stop stali T24. Kotły wykonane z nowych stopów charakteryzują się nieszczelnością i wymagają napraw.

Ryzyko za osiągnięcie przez blok energetyczny pożądaných parametrów ponosi przed inwestorem generalny wykonawca. W przypadku bloków budowanych w Niemczech były to głównie koncerny Alstom i Hitachi. Generalny wykonawca stara się ryzyko częściowo lub całkowicie przenieść na podwykonawcę lub dostawcę urządzeń. Rolę dostawcy urządzeń w przypadku wybranych inwestycji pełniło Rafako.

Rafako z kolei wytwarzało kocioł lub jego elementy w oparciu o dokumentację projektową. Za dostawę materiałów odpowiadały koncerny hutnicze. W efekcie, Rafako może starać się przerzucić odpowiedzialność na projektanta lub/i dostawcę materiałów.

Rafako informuje, że utworzyło już wszystkie niezbędne rezerwy związane z problemami jakościowymi z nowymi stopami stali. Spółka poniosła także koszty napraw usterek, tzn. rezerwy nie są bezgotówkowe, lecz związane były z faktycznym wpływem gotówki na koszty napraw.

W przypadku, gdyby spółce udało się przenieść odpowiedzialność za defekty techniczne kotłów na generalnego wykonawcę, projektanta lub dostawcę materiałów, możliwe byłoby rozwiązanie rezerw, co jednocześnie wiązałoby się z pozytywnym wpływem na cash flow. Możliwego rozwiązania rezerw nie uwzględniamy w prognozach.

Przejęcie PAK szansą czy ryzykiem?

Możliwość utworzenia grupy energetycznej

Obecnie Rafako negocjuje ze Skarbem Państwa możliwość nabycia 50% udziałów w Zespole Elektrowni Pątnów Adamów Konin oraz 85% udziałów w dwóch kopalniach, które zaopatrują bloki PAK w węgiel. Rozmowy są obecnie na etapie negocjacji ceny sprzedaży aktywów. Trudno określić, kiedy transakcja mogłaby mieć miejsce. Widzimy trzy główne warianty transakcji:

Rafako jako jedyny kupujący nabywa aktywa na zasadzie LBO

Obecnie najbardziej prawdopodobny jest wariant, w którym Rafako będzie jedynym kupującym aktywów PAK (50% udziałów w elektrowniach, 85% udziału w kopalniach). Transakcja byłaby wówczas prawdopodobnie finansowana na zasadzie LBO, tzn. Rafako ograniczyłoby do minimum finansowanie własne. Zaciągnięty dług, w postaci obligacji bądź akcji, byłby zabezpieczony głównie aktywami PAK, ale także aktywami Rafako.

Na koniec 2008 roku (ostatnie dostępne dane z Monitora Polskiego B), dług netto PAK wynosił 1,2 mld PLN. Aktywa PAK wynosiły 3,9 mln PLN. Obecnie, część długu PAK powinna już zostać spłacona. W efekcie, sądzimy, że aktywa PAK mogłyby być obiektem zabezpieczeń bankowych.

W przypadku, gdyby scenariusz, w którym Rafako będzie jedynym kupującym PAK się zrealizował, konieczna byłaby konsolidacja wyników PAK i kopalni na poziomie rachunku zysków i strat oraz bilansu.

Brak porozumienia co do ceny, IPO PAK

Możliwy jest wariant, w którym porozumienie odnośnie ceny sprzedaży aktywów PAK i kopalni nie zostanie osiągnięte. Wówczas najbardziej prawdopodobne jest IPO PAK, połączone ze sprzedażą akcji Skarbu Państwa. Wówczas, intencją Rafako i Elektrimu byłoby objęcie w PAK i kopalniach pakietu kontrolnego. Taka inwestycja byłaby znacznie mniej kosztowna i w znacznie mniejszym stopniu wpływałaby na wycenę i wyniki finansowe Rafako.

Rafako wraz z partnerem przejmują aktywa PAK i kopalnie

Prawdopodobieństwo wariantu, w którym Rafako, wraz z partnerem finansowym lub branżowym przejmie aktywa PAK i kopalni spadło. Uważamy, że obecnie prawdopodobieństwo takiego scenariusza jest najmniejsze z trzech przedstawionych wariantów. Niemniej, gdyby taka transakcja miała miejsce, PAK ujęty byłby prawdopodobnie w bilansie Rafako jako aktywo finansowe. Na poziomie rachunku zysków i strat mogłyby być możliwe dodatnie wpływy w postaci dywidend ze spółek stowarzyszonych.

Ocena atrakcyjności przejęcia PAK

Atrakcyjność akwizycji PAK jest naszym zdaniem bezpośrednio związana z ceną, jaką Rafako może zapłacić za pakiet aktywów. Z uwagi na prawdopodobny duży udział długu w finansowaniu transakcji, transakcja i wycena przejętych aktywów mogłaby mieć duże przełożenie na wycenę Rafako. W poniższych wyliczeniach zakładamy wartość transakcji na poziomie 1,2 mld PLN (doniesienia prasowe).

Wpływ wzrostu/spadku wartości nabytego pakietu aktywów na kapitalizację Rafako

| Wartość transakcji (mln PLN) | Wzrost wartości (EV) segmentu energetyki (%) | Wzrost wartości (EV) segmentu energetyki (mln PLN) | Kapitalizacja Rafako | Udział w kapitalizacji Rafako (%) |
|------------------------------|--|--|----------------------|-----------------------------------|
| 1 200 | -20% | -240,0 | 800,4 | -30,0% |
| 1 200 | -10% | -120,0 | 800,4 | -15,0% |
| 1 200 | 0% | 0,0 | 800,4 | 0,0% |
| 1 200 | 10% | 120,0 | 800,4 | 15,0% |
| 1 200 | 20% | 240,0 | 800,4 | 30,0% |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Pozostajemy optymistyczni w ramach oceny perspektyw sektora energetycznego. Wyceny PGE i Tauron przedstawiają potencjał wzrostowy. Jeśli wskaźniki wyceny nabytych aktywów PAK byłyby zbliżone do wskaźników wyceny tych spółek, transakcja mogłaby budować wartość dla Rafako.

Po transakcji działalność energetyczna miałaby decydujące znaczenie dla wyceny spółki. Obecnie EV Rafako to około 650 mln PLN. Zakładając, że cena nabycia PAK wyniosłaby 1,2 mld PLN (zgodnie z doniesieniami prasowymi), EV Rafako po transakcji to 1,85 mld PLN. Segment wytwarzania energii i wydobywania węgla zyskałby dominujący udział w EV Rafako (aż 65%).

PAK a możliwość finansowania dużych kontraktów energetycznych

Akwizycja PAK może istotnie wpływać na możliwości realizacji dużych kontraktów przez Rafako. Dotyczy to tak ewentualnego finansowania dłużnego należności (1), jak i gwarancji udzielanych przez generalnego wykonawcę klientowi (2).

Finansowanie dłużne zależności

Kontrakty budowlane mogą być w różny sposób rozliczane. Skrajnymi przykładami są kontrakty drogowe i kontrakty na budowę oczyszczalni ścieków. Kontrakty drogowe często zakładają wypłatę zaliczki przy rozpoczęciu prac i regularne fakturowanie, przykładowo co 30 dni. W takim przypadku, spółka realizująca kontrakt nie musi posiadać dużych zasobów gotówki, gdyż kontrakt finansuje się sam. Ryzykiem naturalnie jest nie doszacowanie ceny prac.

Z kolei kontrakty na budowę oczyszczalni ścieków, czy niektóre kontrakty z dziedziny budownictwa kubaturowego, związane są z koniecznością finansowania prac ze środków własnych. Fakturowanie następuje z opóźnieniem. W takim przypadku firma budowlana albo posiada duże zasoby gotówki w celu finansowania należności, albo zaciąga kredyt, zabezpieczony należnościami od klienta. Nie wszystkie należności (w zależności od rodzaju inwestora i skali zadłużenia) banki mogą być gotowe zabezpieczyć.

W przypadku zleceń energetycznych, uważamy, że kontrakty będą rozliczane raczej jak zlecenia drogowe, niż jak zlecenia ekologiczne.

Gwarancje udzielane przez generalnego wykonawcę

Generalny wykonawca udziela inwestorowi gwarancji, dotyczących różnych aspektów realizowanej inwestycji (parametry, jakość,...). Firmy budowlane często przenoszą ryzyko związane z gwarancjami na partnerów finansowych, m.in. firmy ubezpieczeniowe.

Wycena akcji Rafako

Akcje Rafako wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 13,4 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 15,5% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy akumulowanie akcji Rafako.

Wycena akcji Rafako

| | Wycena 1 akcji | Udział metody w wycenie |
|--|----------------|-------------------------|
| Wycena metodą DCF | 12,8 | 75% |
| Wycena metodą porównawczą | 11,1 | 25% |
| Średnia | 12,4 | |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego | 8,4% | |
| Cena docelowa | 13,4 | |

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena akcji Rafako metodą porównawczą

Grupą porównawczą dla Rafako są duże spółki ogólnobudowlane notowane na GPW. Rafako notowane jest z premią w wysokości 2,0% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2010-2012). Premia może ulec redukcji, w przypadku aktualizacji prognoz wyników wybranych spółek. Za premię odpowiadają głównie wskaźniki wyceny na rok 2012. W 2012 roku nie aktywują się jeszcze efekty możliwej akwizycji dużych zleceń energetycznych, które mogą mieć miejsce w H2 2011 lub w roku 2012.

Wycena porównawcza akcji Rafako

| | P/E 2011P | P/E 2012P | P/E 2013P | EV/EBITDA 2011P | EV/EBITDA 2012P | EV/EBITDA 2013P |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Budimex | 12,9 | 13,2 | 16,0 | 8,8 | 9,6 | 11,4 |
| Elektrobudowa | 14,6 | 12,5 | 11,0 | 8,6 | 7,1 | 6,1 |
| Erbud | 12,6 | 10,7 | 9,9 | 7,9 | 6,7 | 6,0 |
| Mostostal Warszawa | 14,4 | 11,7 | 10,9 | 6,5 | 5,2 | 4,9 |
| PBG | 13,2 | 12,8 | 11,9 | 9,4 | 8,8 | 8,0 |
| Polimex Mostostal | 14,0 | 10,9 | 8,2 | 7,8 | 6,8 | 5,5 |
| Trakcja Polska | 12,5 | 9,9 | 11,4 | 6,0 | 3,8 | 3,7 |
| Unibep | 16,4 | 8,6 | 10,4 | 11,8 | 6,3 | 7,0 |
| ZUE | 10,7 | 10,3 | 10,0 | 5,2 | 4,3 | 3,7 |
| Mediana | 13,2 | 10,9 | 10,9 | 7,9 | 6,7 | 6,0 |
| Rafako | 14,3 | 13,2 | 10,2 | 8,0 | 7,3 | 5,3 |
| Premia (dyskonto) | 8,8% | 21,1% | -6,6% | 1,4% | 9,3% | -12,2% |
| Waga wskaźnika | 20,0% | 20,0% | 10,0% | 20,0% | 20,0% | 10,0% |

Źródło: DI BRE Banku S.A.



Wycena DCF

Założenia modelu:

- Stopa wolna od ryzyka = 6,3% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Zrównoważenie wskaźników rotacji należności i zobowiązań w 2012 roku.
- Prognozy przychodów w 2011 roku w oparciu o posiadany przez Rafako portfel zleceń.
- Wzrost przychodów w 2013 roku, z uwagi na możliwe pozyskanie dużego kontraktu energetycznego (pojawi się rynek o rocznej wartości 5,8 mld PLN, w którym udział Rafako może sięgać naszym zdaniem 13% - po uwzględnieniu konsorcjantów).
- Konserwatywne dynamiki wzrostu przychodów po 2013 roku (pomimo szans związanych z realizacją inwestycji jądrowych).
- Akwizycja PAK nie została uwzględniona w modelu wyceny.
- Utrzymanie marż EBIT r/r w 2011 i 2012, spadek o 0,2-0,3 p.p. w latach kolejnych (zakładamy konserwatywne budżetowanie rentowności dużych kontraktów energetycznych).
- Nie zakładamy rozwiązywania rezerw, które na tle branży są na rekordowym poziomie (ponad 165 mln PLN z tytułu ryzyk związanych z kontraktami budowlanymi).



Model DCF

| (mln PLN) | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2020+ | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|-------------|------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 418,2 | 1 460,8 | 2 015,9 | 2 116,7 | 2 216,2 | 2 313,7 | 2 408,6 | 2 492,9 | 2 572,6 | 2 649,8 | | |
| zmiana | 24,9% | 3,0% | 38,0% | 5,0% | 4,7% | 4,4% | 4,1% | 3,5% | 3,2% | 3,0% | | |
| EBITDA | 77,5 | 79,9 | 101,3 | 104,0 | 108,5 | 112,8 | 116,8 | 120,3 | 123,7 | 126,9 | | |
| marża EBITDA | 5,5% | 5,5% | 5,0% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,8% | 4,8% | 4,8% | 4,8% | | |
| Amortyzacja | 13,8 | 14,3 | 14,8 | 15,3 | 15,6 | 15,8 | 15,8 | 15,8 | 15,8 | 15,8 | | |
| EBIT | 63,7 | 65,6 | 86,5 | 88,7 | 92,9 | 97,0 | 100,9 | 104,5 | 107,8 | 111,1 | | |
| marża EBIT | 4,5% | 4,5% | 4,3% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | | |
| Opodatkowanie EBIT | 12,1 | 12,5 | 16,4 | 16,9 | 17,6 | 18,4 | 19,2 | 19,9 | 20,5 | 21,1 | | |
| NOPLAT | 51,6 | 53,1 | 70,1 | 71,9 | 75,2 | 78,5 | 81,8 | 84,6 | 87,3 | 90,0 | | |
| CAPEX | -19,4 | -20,0 | -20,7 | -21,4 | -19,5 | -18,2 | -18,2 | -17,4 | -16,6 | -15,8 | | |
| Kapitał obrotowy | -14,4 | -19,7 | -26,1 | -4,5 | -4,7 | -4,7 | -4,5 | -4,0 | -3,8 | -3,7 | | |
| Pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | | |
| FCF | 31,7 | 27,7 | 38,0 | 61,2 | 66,6 | 71,5 | 74,9 | 79,0 | 82,7 | 86,6 | 89,2 | |
| WACC | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 10,6% | | |
| Współczynnik dyskonta | 90,7% | 81,4% | 73,2% | 65,7% | 59,1% | 53,1% | 47,7% | 42,8% | 38,5% | 34,8% | | |
| PV FCF | 28,7 | 22,6 | 27,8 | 40,3 | 39,3 | 38,0 | 35,7 | 33,9 | 31,9 | 30,1 | | |
| WACC | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 11,3% | 10,6% | | |
| 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 | 3,0% | | | | | | Analiza wrażliwości | | | | | |
| Wartość rezydualna (TV) | 1 173,7 | | | | | | Wzrost FCF w nieskończoności | | | | | |
| Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV) | 408,5 | | | | | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | |
| Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy | 328,3 | | | | | | WACC -1,0pp | 13,8 | 14,3 | 14,9 | 15,5 | 16,2 |
| Wartość firmy (EV) | 736,8 | | | | | | WACC -0,5pp | 13,4 | 13,8 | 14,3 | 14,9 | 15,5 |
| Dług netto | -166,6 | | | | | | WACC | 13,1 | 13,4 | 13,8 | 14,3 | 14,9 |
| Inne aktywa nieoperacyjne | 0,0 | | | | | | WACC +0,5pp | 12,7 | 13,1 | 13,4 | 13,8 | 14,3 |
| Udziałowcy mniejszościowi | 14,7 | | | | | | WACC +1,0pp | 12,4 | 12,7 | 13,1 | 13,4 | 13,8 |
| Wartość firmy | 888,7 | | | | | | | | | | | |
| Liczba akcji (mln.) | 69,6 | | | | | | | | | | | |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | 12,8 | | | | | | | | | | | |
| 9-cio miesięczny koszt kapitału własnego | 8,4% | | | | | | | | | | | |
| Cena docelowa | 13,8 | | | | | | | | | | | |
| EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej | 10,3 | | | | | | | | | | | |
| P/E('10) dla ceny docelowej | 25,5 | | | | | | | | | | | |
| Udział TV w EV | 46% | | | | | | | | | | | |

**Rachunek wyników**

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Przychody ze sprzedaży | 1 137,5 | 1 125,6 | 963,7 | 1 135,6 | 1 418,2 | 1 460,8 | 2 015,9 |
| <i>zmiana</i> | <i>46,4%</i> | <i>-1,1%</i> | <i>-14,4%</i> | <i>17,8%</i> | <i>24,9%</i> | <i>3,0%</i> | <i>38,0%</i> |
| Koszt własny sprzedaży | 1 065,3 | 1 005,2 | 845,0 | 977,0 | 1 286,4 | 1 324,9 | 1 832,5 |
| Zysk brutto na sprzedaży | 72,2 | 120,4 | 118,7 | 158,6 | 131,9 | 135,9 | 183,4 |
| <i>marża brutto na sprzedaży</i> | <i>6,3%</i> | <i>10,7%</i> | <i>12,3%</i> | <i>14,0%</i> | <i>9,3%</i> | <i>9,3%</i> | <i>9,1%</i> |
| Koszty sprzedaży | -18,2 | -15,9 | -25,6 | -43,1 | -31,9 | -32,9 | -45,4 |
| Koszty ogólnego zarządu | -24,2 | -24,6 | -32,0 | -32,3 | -33,3 | -34,3 | -47,3 |
| Pozostała działalność operacyjna netto | -7,7 | -19,1 | -7,2 | -30,4 | -3,0 | -3,1 | -4,3 |
| EBIT | 22,1 | 60,8 | 53,9 | 52,7 | 63,7 | 65,6 | 86,5 |
| <i>zmiana</i> | <i>5,3%</i> | <i>175,6%</i> | <i>-11,3%</i> | <i>-2,2%</i> | <i>20,9%</i> | <i>3,0%</i> | <i>31,9%</i> |
| <i>marża EBIT</i> | <i>1,9%</i> | <i>5,4%</i> | <i>5,6%</i> | <i>4,6%</i> | <i>4,5%</i> | <i>4,5%</i> | <i>4,3%</i> |
| Wynik na działalności finansowej | -3,7 | -11,9 | -1,7 | -0,5 | 7,0 | 11,1 | 13,3 |
| Udział w zysku jednostek stowarzyszonych | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zysk brutto | 18,4 | 48,9 | 52,2 | 52,1 | 70,7 | 76,8 | 99,8 |
| Podatek dochodowy | -5,8 | -11,5 | -13,4 | -11,2 | -13,4 | -14,6 | -19,0 |
| Zysk netto z działalności kontynuowanej | 18,4 | 37,4 | 38,8 | 40,9 | 57,3 | 62,2 | 80,8 |
| Strata z działalności zaniechanej | | -50,3 | | | | | |
| Zysk akcjonariuszy mniejszościowych | 0,4 | -1,4 | 1,1 | 0,8 | 1,0 | 1,0 | 1,4 |
| Zysk netto | 12,2 | -11,6 | 37,7 | 40,1 | 56,3 | 61,1 | 79,4 |
| <i>zmiana</i> | <i>-4,6%</i> | <i>-195,2%</i> | <i>-425,3%</i> | <i>6,2%</i> | <i>40,4%</i> | <i>8,6%</i> | <i>29,9%</i> |
| <i>marża</i> | <i>1,1%</i> | <i>-1,0%</i> | <i>3,9%</i> | <i>3,5%</i> | <i>4,0%</i> | <i>4,2%</i> | <i>3,9%</i> |
| Amortyzacja | 13,1 | 15,4 | 13,6 | 11,9 | 13,8 | 14,3 | 14,8 |
| EBITDA | 35,1 | 76,1 | 67,5 | 64,6 | 77,5 | 79,9 | 101,3 |
| <i>zmiana</i> | <i>10,8%</i> | <i>116,8%</i> | <i>-11,3%</i> | <i>-4,3%</i> | <i>20,0%</i> | <i>3,1%</i> | <i>26,8%</i> |
| <i>marża EBITDA</i> | <i>3,1%</i> | <i>6,8%</i> | <i>7,0%</i> | <i>5,7%</i> | <i>5,5%</i> | <i>5,5%</i> | <i>5,0%</i> |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 |
| EPS | 0,2 | -0,2 | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | 1,1 |
| CEPS | 0,4 | 0,1 | 0,7 | 0,7 | 1,0 | 1,1 | 1,4 |
| ROAE | 4,2% | -3,4% | 10,8% | 10,7% | 13,7% | 13,0% | 14,7% |
| ROAA | 1,7% | -1,4% | 4,7% | 4,9% | 6,0% | 5,8% | 6,5% |

**Bilans**

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| AKTYWA | 787,3 | 819,7 | 792,4 | 859,3 | 1 019,9 | 1 079,0 | 1 362,1 |
| Majątek trwały | 197,4 | 220,6 | 211,9 | 219,0 | 224,5 | 230,2 | 236,1 |
| WNIPI | 4,7 | 12,3 | 11,2 | 14,1 | 14,1 | 14,1 | 14,1 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 144,7 | 163,8 | 164,3 | 161,2 | 166,7 | 172,4 | 178,3 |
| Aktywa finansowe | 14,8 | 3,8 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 4,2 |
| Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch. | 33,1 | 40,7 | 32,2 | 39,5 | 39,5 | 39,5 | 39,5 |
| Majątek obrotowy | 589,9 | 599,0 | 580,6 | 640,3 | 795,4 | 848,7 | 1 126,0 |
| Zapasy | 29,7 | 61,4 | 28,3 | 32,7 | 43,1 | 44,4 | 61,4 |
| Należności | 222,3 | 204,6 | 231,8 | 217,8 | 272,0 | 280,2 | 386,6 |
| Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe | 94,7 | 64,6 | 64,3 | 217,8 | 272,0 | 280,2 | 386,6 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 241,8 | 268,5 | 255,9 | 171,5 | 207,9 | 243,6 | 290,9 |
| Inne | 1,3 | 0,0 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
| PASYWA | 787,3 | 819,7 | 792,4 | 859,3 | 1 019,9 | 1 079,0 | 1 362,1 |
| Kapitał własny | 347,1 | 335,6 | 363,3 | 382,5 | 438,8 | 499,9 | 579,3 |
| Kapitał mniejszości | 2,4 | 12,6 | 13,9 | 14,3 | 14,3 | 14,3 | 14,3 |
| Zobowiązania długoterminowe | 34,1 | 26,1 | 24,7 | 25,6 | 25,6 | 25,6 | 25,6 |
| Pożyczki i kredyty, leasing finansowy | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rezerwy i inne | 34,1 | 26,1 | 24,7 | 25,6 | 25,6 | 25,6 | 25,6 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 403,6 | 445,4 | 390,5 | 436,8 | 541,2 | 539,1 | 742,9 |
| Pożyczki i kredyty | 11,3 | 9,6 | 16,1 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 |
| Zobowiązania wobec dostawców | 219,9 | 186,3 | 166,8 | 214,1 | 264,3 | 254,1 | 351,4 |
| Instrumenty pochodne | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rozliczenia międzyokresowe | 172,3 | 249,4 | 207,6 | 217,8 | 272,0 | 280,2 | 386,6 |
| Dług | 11,3 | 9,6 | 16,1 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,9 |
| Dług netto | -230,5 | -258,9 | -239,7 | -166,6 | -203,0 | -238,7 | -286,0 |
| (Dług netto / Kapitał własny) | -66,4% | -77,1% | -66,0% | -43,6% | -46,3% | -47,8% | -49,4% |
| (Dług netto / EBITDA) | -6,6 | -3,4 | -3,6 | -2,6 | -2,6 | -3,0 | -2,8 |
| BVPS | 5,0 | 4,8 | 5,2 | 5,5 | 6,3 | 7,2 | 8,3 |

**Przepływy pieniężne**

| (mln PLN) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przepływy operacyjne | -68,6 | 112,5 | 11,6 | -44,3 | 48,7 | 44,6 | 54,8 |
| Zysk netto | 12,2 | -11,6 | 37,7 | 40,1 | 56,3 | 61,1 | 79,4 |
| Amortyzacja | 13,1 | 15,4 | 13,6 | 11,9 | 13,8 | 14,3 | 14,8 |
| Kapitał obrotowy | -83,9 | 30,8 | -40,8 | -85,1 | -14,4 | -19,7 | -26,1 |
| Pozostałe | -10,0 | 77,9 | 1,1 | -11,2 | -7,0 | -11,1 | -13,3 |
| Przepływy inwestycyjne | -75,5 | -27,9 | 0,4 | -12,2 | -19,4 | -20,0 | -20,7 |
| CAPEX | -31,6 | -41,8 | -13,4 | -14,3 | -19,4 | -20,0 | -20,7 |
| Inwestycje kapitałowe | -49,4 | 17,6 | 8,6 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 5,4 | -3,7 | 5,2 | 2,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Przepływy finansowe | 107,9 | -27,7 | -16,7 | -27,8 | 7,0 | 11,1 | 13,3 |
| Emisja akcji | 104,4 | 0,0 | -0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dług | 10,2 | 3,4 | -5,2 | -4,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Dywidenda (buy-back) | -0,6 | 0,0 | -10,4 | -20,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | -6,2 | 0,0 | 0,0 | -2,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | -36,2 | 56,9 | -4,7 | -84,3 | 36,3 | 35,7 | 47,3 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 241,8 | 268,5 | 255,9 | 171,5 | 207,9 | 243,6 | 290,9 |
| DPS (PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF | -107,6 | -64,4 | -436,3 | -79,5 | 31,7 | 27,7 | 38,0 |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży) | 2,8% | 3,7% | 1,4% | 1,3% | 1,4% | 1,4% | 1,0% |

Wskaźniki rynkowe

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P |
|--------------------------------------|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| P/E | 66,2 | -69,6 | 21,4 | 20,1 | 14,3 | 13,2 | 10,2 |
| P/CE | 32,0 | 215,3 | 15,7 | 15,5 | 11,5 | 10,7 | 8,6 |
| P/BV | 2,3 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |
| P/S | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,4 |
| FCF/EV | -19,5% | -11,5% | -75,0% | -12,1% | 5,1% | 4,8% | 7,1% |
| EV/EBITDA | 15,7 | 7,4 | 8,6 | 10,1 | 8,0 | 7,3 | 5,3 |
| EV/EBIT | 25,0 | 9,2 | 10,8 | 12,4 | 9,7 | 8,9 | 6,2 |
| EV/S | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,3 |
| DYield | 0,1% | 0,0% | 1,3% | 2,6% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Cena (PLN) | 11,6 | | | | | | |
| Liczba akcji na koniec roku (mln) | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 |
| MC (mln PLN) | 807,4 | 807,4 | 807,4 | 807,4 | 807,4 | 807,4 | 807,4 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN) | 2,4 | 12,6 | 13,9 | 14,3 | 14,3 | 14,3 | 14,3 |
| EV (mln PLN) | 550,9 | 561,1 | 581,6 | 655,0 | 618,7 | 582,9 | 535,6 |



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszcz tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Gabriela Borowska tel. (+48 22) 697 47 36
gabriela.borowska@dibre.com.pl
Handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Michał Stępkowski tel. (+48 22) 697 48 25
michal.stepkowski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Departamentu Sprzedaży
jacek.szczepanski@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 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 stanowić 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 między 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 | Akumuluj | Trzymaj | Kupuj | Trzymaj | Akumuluj |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| data wydania | 2010-05-20 | 2010-06-02 | 2010-07-05 | 2010-08-04 | 2010-09-03 |
| kurs z dnia rekomendacji | 12,60 | 13,30 | 11,95 | 13,85 | 12,80 |
| WIG w dniu rekomendacji | 40441,73 | 40931,54 | 39805,41 | 43412,75 | 42704,39 |