



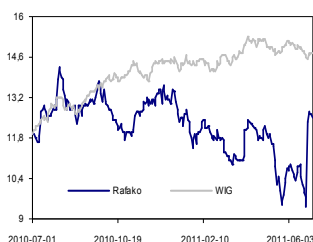
Rafako (Akumuluj)

Cena bieżąca: 12,51 PLN Cena docelowa: 12,8 PLN

Analitik: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2011-07-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 188,1	23,3%	1 418,2	19,4%	1 460,8	3,0%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	67,5	72,1	6,7%	77,5	7,6%	79,9	3,1%	MC (cena bieżąca)	870,7
marża EBITDA	7,0%	6,1%		5,5%		5,5%		EV (cena bieżąca)	682,0
EBIT	53,9	60,2	11,6%	63,7	5,9%	65,6	3,0%	Free float	20,5%
Zysk netto	37,7	43,6	15,6%	56,3	29,0%	61,1	8,6%		
P/E	23,1	20,0		15,5		14,2		Zmiana ceny: 1m	15,8%
P/CE	16,9	15,7		12,4		11,5		Zmiana ceny: 6m	-2,3%
P/BV	2,4	2,2		2,0		1,7		Zmiana ceny: 12m	5,9%
EV/EBITDA	9,4	9,4		8,8		8,1		Max (52 tyg.)	14,2
Dywid (%)	0,0	2,4		0,0		0,0		Min (52 tyg.)	9,4



Duże kontrakty nigdy nie były bliżej. Przejęcie Rafako przez PBG może być dla spółki korzystne. Po pierwsze, rodzi ono nadzieje na ogłoszenie wezwania na akcje Rafako po cenie 15,5 PLN/akcję. Wezwanie dotyczyłoby 16% akcji spółki. Po drugie, dostrzegamy efekty synergii (w kilku najbliższych przetargach energetycznych Rafako i PBG są konkurentami). Wycena spółki w kontekście 2011 roku może nie zachwyca (P/E 2011 = 15,5), ale perspektywa rynku energetycznego wpłynie na wyniki dopiero od 2013 roku. Będzie ją można jednak dyskontować znacznie wcześniej, wraz z pozyskaniem dużych zleceń. Wskaźniki P/E i EV/EBITDA Rafako na rok 2011 i 2012 nie odbiegają od wskaźników wyceny zagranicznych spółek inżynierskich. Dostrzegamy jednak znaczne pole do poprawy, tak jeśli chodzi o poziom generowanych marż, jak i o poziom przychodów. Standardem jest rentowność EBIT na poziomie 6-7%, podczas gdy Rafako do tej pory realizowało rentowność 4,6-5,6% EBIT. Do tego dochodzi oczekiwany duży wzrost przychodów Rafako w 2013 roku (do poziomu 2 mld PLN). Z uwagi na wzrost wyceny Rafako, obniżamy rekomendację do akumuluj.

Umowa na zakup 50% akcji Rafako

Spółka poinformowała w komunikacie o zawarciu z Elektrim S.A. umowy sprzedaży 50% + 1 akcji w kapitale zakładowym Rafako. PBG Invest 1 Sarl (podmiot zależny od PBG), zakupi udziały w spółce zarejestrowanej na Cyprze, która będzie posiadać 50% + 1 akcji w Rafako S.A. Cena nabycia będzie równa sumie 540 mln PLN za 34,8 mln akcji Rafako należących do Elektrim (15,54 PLN za akcję), oraz ceny nabycia 53,5 tys. akcji, które zostają zakupione przez Elektrim, bądź podmiot zależny od Elektrim (maksymalnie 15,68 PLN na akcję). Cena nabycia może zostać obniżona w oparciu o wynik badania due diligence Rafako i spółki cypryjskiej, która w momencie transakcji będzie w posiadaniu 50% + 1 akcja Rafako.

Dalsze plany w stosunku do Rafako

Finalizacja transakcji przejścia Rafako przez PBG ma mieć miejsce do końca września 2011. Po pozyskaniu zgody UOKiK na przejście Rafako, PBG przewiduje ogłoszenia wezwania na 66% głosów na WZA Rafako po 15,54 PLN/akcję. Na przełomie sierpnia i września spółka przedstawi szacunki potencjalnych synergii z przejścia. Docelowo, Rafako w Grupie PBG ma odpowiadać za zarządzanie kontraktami energetycznymi, część inżynierską oraz produkcję wybranych podzespołów (kocioł). W przyszłości PBG nie wyklucza delistingu Rafako.

Kontrakt za 191,5 mln PLN

Rafako podpisało umowę z Elektrownią Kozienice za 191,5 mln PLN (13,5% prognozowanych przychodów na rok 2011. Umowa dotyczy budowy instalacji odazotowania spalin w Elektrowni Kozienice. Termin realizacji prac nie został ujawniony.

Korekta ceny docelowej o dywidendę, 0,57 PLN/akcję

W związku z odłączeniem się dywidendy od notowań Rafako (dzień dywidendy: 21 czerwca), obniżamy cenę docelową spółki o wielkość dywidendy: 0,57 PLN/akcję. Cena docelowa zostaje obniżona z 13,4 PLN do 12,8 PLN.