

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	8,9 PLN
Cena docelowa	12,8 PLN
Kapitalizacja	619,4 mln PLN
Free float	142,6 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	0,99 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Multaros Trading Company	50,00%
BZ WBK AIB AM	14,56%
PBG	12,42%
Pozostali	23,02%

Strategia dotycząca sektora

Przed nami rozstrzygnięcie przetargów na budowę nowych, dużych bloków energetycznych. Nowe elektrownie są niezbędne, z uwagi na konieczność wyłączenia w latach 2012-2020 bloków o mocy 6,9 GW. Inwestycje energetyki mogą pomóc sentymentowi do sektora budowlanego odrodzić się. Na tle branży budowlanej preferujemy spółki z ekspozycją na segment energetyczny. Zalecamy przeważanie sektora.

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.

Rafako

RFK PW; RAFA.WA

Kupuj

(Podwyższona)

Powróci wiara w inwestycje energetyki

Do końca roku liczymy na wybór oferty na budowę dwóch nowych bloków energetycznych w Opolu. Wpłyne to na poprawę sentymentu do sektora budowlanego - a w szczególności spółek z ekspozycją na działalność w segmencie energetycznym. Zakładamy, że najprawdopodobniej Alstom będzie generalnym wykonawcą, a Rafako podwykonawcą. Oznacza to, że Rafako mogłoby pozyskać kontrakt za około 1,8 mld PLN. Wartość pozostałych, zaawansowanych przetargów, możliwych do rozstrzygnięcia w 2012 roku, szacujemy na 16,2 mld PLN. Uważamy, że wszystkie przetargi zostaną rozstrzygnięte, z uwagi na konieczność zastąpienia starych bloków energetycznych nowymi. Oczekujemy, że w 2013 i 2014 roku zostaną rozstrzygnięte kolejne przetargi, warte 3,6 mld PLN rocznie. Perspektywy tej nie uwzględniamy w prognozach przyszłych wyników Rafako. Zwracamy też uwagę na bardzo dobre wyniki Q3 2011 i konserwatywną politykę księgową Rafako. Przejęcie Rafako przez PBG może skutkować poluzowaniem polityki księgowej Rafako, co pozwoliłoby na utrzymanie bardzo wysokich zysków w 2012 roku. Rekomendujemy kupno walorów Rafako z niezmienną ceną docelową (12,8 PLN/akcję).

Wyniki Q3 2011 rewelacyjne na każdym poziomie

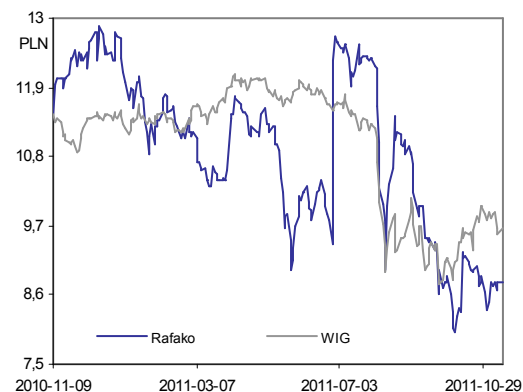
W samym Q3 2011 Rafako wygenerowało aż 31,3 mln PLN zysku netto. Marża brutto na sprzedaży wyniosła aż 16,6%, zaś operacyjne przepływy pieniężne +192,1 mln PLN. Wyniki oceniamy pozytywnie. Sądymy, że mamy do czynienia z podobnym efektem, jak w przypadku Budimeksu (bardzo ostrożna polityka księgową, rentowność kontraktów długoterminowych rozliczana na koniec ich realizacji). Gotówka netto na koniec Q3 2011 wyniosła 450,9 mln PLN (kapitalizacja spółki: 619,4 mln PLN).

Inwestycje albo ... deficyt prądu

W latach 2012-2020 wyłączone zostaną bloki o łącznej mocy 6,9 GW. Zużycie energii rośnie r/r. Rezerwa mocy w systemie energetycznym jest już obecnie niewielka, a w latach 2012-2016 będzie się dalej kurczyć. Nowe inwestycje są niezbędne, aby w Polsce nie wystąpił deficyt energii. Planowane nowe bloki rozpoczną działalność dopiero w 2016/17 roku.

Obniżenie ceny przejęcia Rafako przez PBG to nie koniecznie ryzyko

W wyniku podpisanego aneksu do umowy przedwstępnej przejęcia pakietu kontrolnego Rafako przez PBG, cena przejęcia została obniżona z 540 mln PLN do 460 mln PLN, tzn. o 80 mln PLN. Uważamy, że nie świadczy to o dodatkowych ryzykach wykrytych w księgach Rafako. Najprawdopodobniej zadziały zapisane w umowie mechanizmy ustalania ceny, które nie zostały ujawnione, a które dla sprzedającego okazały się niekorzystne. Przejęcie Rafako przez PBG oznaczać może szansę na bardzo dobre wyniki finansowe (polityka księgową PBG jest mniej restrykcyjna).

Kurs akcji RFK na tle WIG**Maciej Stokłosa**

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

(mln PLN)	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	963,7	1 188,1	1 116,3	1 204,5	1 712,3
EBITDA	67,5	72,1	86,6	79,3	90,8
marża EBITDA	7,0%	6,1%	7,8%	6,6%	5,3%
EBIT	53,9	60,2	74,0	66,9	77,9
Zysk netto	37,7	43,6	69,5	61,3	71,6
P/E	16,4	14,2	8,9	10,1	8,7
P/CE	12,1	11,2	7,6	8,4	7,3
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	5,8	5,9	4,0	3,8	2,3
DYield	1,7%	3,4%	6,4%	0,0%	0,0%

Wyniki Q3 2011

Wyniki Rafako za Q3 2011 są bardzo dobre, na każdym poziomie. W samym Q3 2011 Rafako wygenerowało aż 31,3 mln PLN zysku netto! Zwracamy uwagę na: a) bardzo wysoką marżę brutto na sprzedaży (16,6%, prognoza: 9,2%); b) fakt, że bardzo wysoka marża nie wynika z rozwiązania rezerw, rezerwa na opóźnienia w realizacji kontraktów wzrosła o 10,2 mln PLN w Q3 2011; c) wyjątkowo wysokie operacyjne przepływy pieniężne (+192,1 mln PLN, znajdujące w bilansie odzwierciedlenie w postaci wzrostu rozliczeń międzykresowych z tytułu kontraktów budowlanych w pasywach); d) stan gotówki netto, który wyniósł na koniec Q3 2011 450,9 mln PLN (kapitalizacja spółki to 619,4 mln PLN).

Wyniki oceniamy bardzo pozytywnie. Uważamy, że w przypadku Rafako mamy do czynienia z podobnym efektem, jak w przypadku Budimexu w roku ubiegłym. Tak Budimex, jak i Rafako prowadzą bardzo konserwatywną politykę księgową. Pełne rentowności kontraktów, pozyskanych w 2007 i 2008 roku, zostały zaprezentowane dopiero przy ich zakończeniu. Kontrakty Rafako są nawet dłuższe, niż kontrakty Budimexu.

Wyniki Rafako w Q3 2011 vs. prognozy DI BRE i konsensus PAP

(mln PLN)	IIIQ 2011	Prognoza DI BRE	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	IIIQ 2010	Zmiana
Przychody	313,0	322,5	-2,9%	280,0	11,8%	286,2	9,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	52,0	29,7	75,2%	-	-	43,9	18,4%
%	16,6%	9,2%	-	-	-	15,3%	-
EBIT	31,6	7,8	302,7%	18,0	75,4%	8,8	258,6%
%	10,1%	2,4%	-	6,4%	-	3,1%	-
Zysk brutto	39,6	16,5	140,1%	-	-	12,5	216,1%
Zysk netto	31,3	13,1	138,3%	14,0	123,4%	9,8	219,2%
%	10,0%	4,1%	-	5,0%	-	3,4%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako, PAP

Z mniej istotnych kwestii zwracamy uwagę na:

- koszty ogólne, które wyniosły 20,8 mln PLN (prognoza: 20,7 mln PLN);
- pozostałe przychody operacyjne: 0,4 mln PLN;
- pozostałe przychody finansowe: 8,1 mln PLN (w tym 3,7 mln PLN odsetek, 2,3 mln PLN salda różnic kursowych i wyceny instrumentów pochodnych, 2,2 mln PLN zysku ze sprzedaży papierów wartościowych);
- bardzo dobre wyniki spółek zależnych FPM i Palservis (zysk akcjonariuszy mniejszościowych: 0,65 mln PLN).

Zmiana salda rezerw w Q3 2011 q/q (mln PLN)

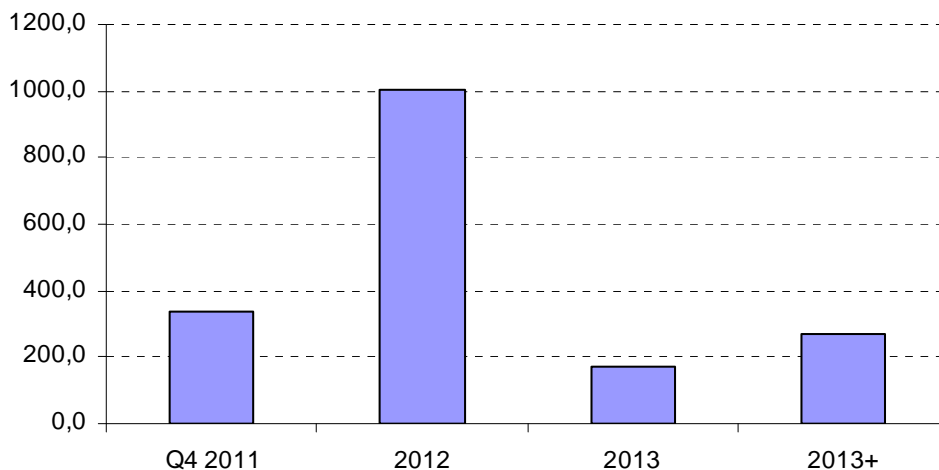
Rezerwa z tytułu:	Q3 2011	Q2 2011	Zmiana
Straty z tytułu umów o usługę budowlaną	2,5	2,4	0,1
Nagrody jubileuszowe i odprawy emerytalne	21,8	21,8	0,0
Urlopy	2,5	3,6	-1,1
Naprawy gwarancyjne	7,8	6,0	1,8
Opóźnienia	95,2	85,0	10,2
Premie	15,2	11,9	3,3

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako

Portfel zamówień Rafako

Portfel zamówień Rafako ma wartość około 1,8 mld PLN. Zakładamy, że z tego 335 mln PLN przypadnie na Q4 2011, zaś około 1 mld PLN na rok 2012. Przewidujemy, że w 2012 roku Rafako wygeneruje około 1,2 mld PLN przychodów, co oznacza, że zapewnienie portfela zamówień na rok przyszły sięga 83%.

Portfel zamówień Rafako na okres Q4 2011 - 2013+ (mIn PLN)



Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako

W 2013 roku oczekujemy dużego wzrostu przychodów, choć portfel zamówień na rok 2013 sięga jedynie 168,9 mln PLN. Nasze założenia popieramy rachunkiem prawdopodobieństwa w przypadku dużych przetargów energetycznych i szacunkiem wielkości rynku w zakresie innych usług świadczonych przez Rafako. Oczekujemy, że wartość oczekiwana udziału Rafako w budowie nowych, dużych bloków energetycznych w Polsce, to około 0,9-1,15 mld PLN rocznie.

Rachunek wartości oczekiwanej udziału Rafako w dużych przetargach energetycznych

Lokalizacja bloku, inwestor	Wartość prac (mIn PLN)	Zwycięstwo Rafako			Zwycięstwo PBG			Wartość oczekiwana: suma mIn PLN
		Udział w pracach (%)	P-stwo wygranej	Wartość oczekiwana	Udział w pracach (%)	P-stwo wygranej	Wartość oczekiwana	
Opole, PGE	9 000	40%	0% *	720	20,0%	100% *	1 800	1 800
Kozienice, Enea	5 200	-	-	0	17,5%	50%	455	455
Jaworzno, Tauron	4 732	60%	25%	710	17,5%	25%	207	917
Turów, PGE	2 392	-	-	0	17,5%	33%	138	138
Stalowa Wola, Tauron i PGNiG	1 290	-	-	0	20%	25%	65	65
Włocławek, PKN Orlen	1 440	-	-	0	20%	25%	72	72
Wrocław, Fortum	1 200	100%	25%	300	20%	25%	60	360
Suma								3 806

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * założenie konserwatywne

Przychody z realizacji dużych bloków energetycznych w podziale na lata (mln PLN)

Lp.	Lokalizacja, moc, inwestor	Wartość oczekiwana: suma	Czas budowy (lata)	2013P	2014P
1	Opole, 2*900-1000 MW, PGE	1 800	4	450	450
2	Kozienice, 900-1000 MW, Enea	455	3,5	130	130
3	Jaworzno, 800-910 MW, Tauron	917	3,5	131	262
4	Turów, PGE	138	3,5	20	39
5	Stalowa Wola, Tauron i PGNiG	65	3	22	22
6	Włocławek, PKN Orlen	72	3	24	24
7	Wrocław, 400 MW, Fortum	360	3	120	120
Suma		3 806		896	1 047

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wartość oczekiwana przychodów Rafako w 2013 roku (mln PLN)

Lp.	Źródło przychodów	Oczekiwane przychody
1	Bieżący portfel zleceń	169
2	Przetargi na duże bloki energetyczne (obecne)	896
3	Instalacje redukcji emisji NOX	125
4	Bloki na biomasę	100
5	Spalarnie odpadów	122
6	Produkcja kotłów i elektrofiltrów	150
7	Inne	150
Suma		1 712

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Inwestycje energetyki w horyzoncie lat 2012-2040**Zaplanowane wyłączenia bloków energetycznych**

Większość bloków energetycznych w Polsce powstała w latach 1960-1980. Po upływie 40-50 lat stare bloki muszą ulec wyłączeniu, z uwagi na nieefektywność i nie spełnianie norm emisji CO₂ i innych gazów (stare bloki z lat 50-60-ych często nie mają instalacji odsiarczania i odazotowania).

Spółki energetyczne w wybranych przypadkach planują przedłużyć żywotność bloków, dostosowując kotły energetyczne bloków do możliwości spalania biomasy. Z uwagi jednak na możliwy znaczny wzrost popytu na biomasę i związane z tym możliwe przyszłe trudności z jej dostępnością, nie jest to rozwiązanie, które można stosować masowo.

Poniżej prezentujemy szacunki dotyczące ilości wyłączanych MW mocy produkcyjnych w Polsce. W latach 2011-2015 zostanie wyłączone nieco ponad 2 GW mocy. Lokalny szczyt wyłączeń przypada na lata 2016-2020 (4,9 GW). Następnie, po spadku wyłączeń w kolejnych 5 latach, w latach 2026-2030 wyłączenia ponownie wzrosną.

Łączna moc wyłączonych bloków energetycznych w latach 2012-2020

(MW)	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
PGE	60	261	206	360	402	114	114	114	114
Tauron	100	430		20	769		490		364
Enea							425	200	0
Energia									
PAK					1 800				
CEZ			550						
EdF									
Suma	160	691	756	380	2 971	114	1 029	314	478

Źródło: DI BRE Banku S.A., spółki energetyczne

Najwięcej wyłączeń w latach 2012-2020 zaplanowane jest w Tauronie (2,2 GW). Są to w większości bloki z lat 50/60-ych, zlokalizowane na Śląsku. Bloki te generują wyniki finansowe

zbliżone do zera, tzn. przedłużenie ich żywotności raczej istotnie nie poprawi wyników Tauronu, a jednocześnie wymagałoby nakładów finansowych. W latach 2021-2025 nie należy oczekiwać wyłączeń. W latach 2029-2031 wyłączane będą bloki powstałe w latach 70-ych (np. Jaworzno III, Łaziska bloki 9-12).

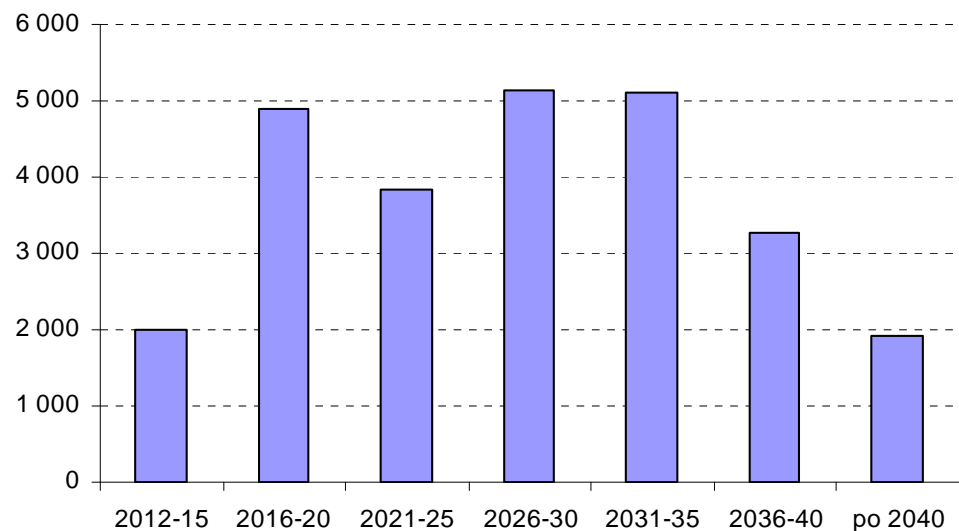
Podobnie sytuacja prezentuje się w PGE. W latach 2012-2020 wyłączane będą stare bloki energetyczne (łącznie 1,7 GW). W latach 2021-2030 wyłączenia będą niewielkie, jak na skalę działalności firmy, za to w latach 2031-2040 PGE wyłączać będzie największe elektrownie w kraju (m.in. Bełchatów).

Enea mniejsze bloki wyłączać będzie w latach 2018-2019. Kolejnych wyłączeń spodziewamy się w latach 2021-2030 (zbudowana w latach 1972 – 1979 Elektrownia Kozienice). W latach 2021-2025 oczekujemy również wyłączenia powstałej we wczesnych latach 70-ych elektrowni Ostrołęka B.

Dużych wyłączeń bloków spodziewamy się w 2016 roku w PAK. Blok w Adamowie z 1964 roku (600 MW) trzeba wyłączyć, z uwagi na niespełnienie norm środowiskowych (brak instalacji odsiarczania i odazotowania). Oczekujemy również, że wyłączona zostanie elektrownia Pątnów I (1200 MW), co związane jest z wiekiem bloku (49 lat w momencie wyłączenia) oraz możliwym brakiem złóż węgla brunatnego, niezbędnych do eksploatacji bloku po 2016 roku.

CEZ w 2014 roku wyłączy blok w Skawinie (550 MW) z 1961 roku. W przypadku EdF zakładamy stopniowe wyłączenie w latach 2021-2030 bloków w Rybniku (1,8 GW), po 50 latach pracy.

Łączna moc wyłączonych bloków energetycznych w latach 2012-2040+ (MW)



Źródło: DI BRE Banku S.A., spółki energetyczne

Bilans energetyczny: spadek rezerwy mocy, konieczne nowe inwestycje

Systematycznie, w latach 2002-2010, spada średnia rezerwa mocy w polskim systemie energetycznym. Moc dyspozycyjna pozostaje na zbliżonym poziomie, rośnie zaś zużycie energii. Obecnie w Polsce nie powstaje żaden duży blok energetyczny.

W przypadku rozstrzygnięcia przetargu na budowę bloku w Opolu pod koniec 2011 roku, budowa bloku mogłaby się rozpocząć dopiero w 2013 roku (konieczność wykonania projektu budowlanego w roku 2012). Kolejne inwestycje (Kozienice, Jaworzno...) rozpoczną się później. Zakładając 3,5-4 letni horyzont budowy, bloki działalność rozpoczną dopiero w 2017 roku. Zakładamy, że wcześniej, bo w 2016 roku, mogą rozpocząć działalność trzy mniejsze bloki parowo-gazowe.

W połączeniu z zaplanowanymi wyłączeniami bloków energetycznych, oznacza to, że:

- średnia rezerwa mocy będzie malała w Polsce w latach 2011-2016;
- mogą wystąpić niedobory prądu w latach 2014-2016 w szczycie zapotrzebowania na energię;

c) w efekcie może wzrosnąć cena energii, co motywować będzie spółki energetyczne do podejmowania kolejnych inwestycji.

Uważamy, że wszystkie bieżące przetargi energetyczne zostaną rozstrzygnięte. Opóźnienia w rozstrzygnięciu przetargów oznacza naszym zdaniem wzrost ryzyka deficytu prądu w Polsce.

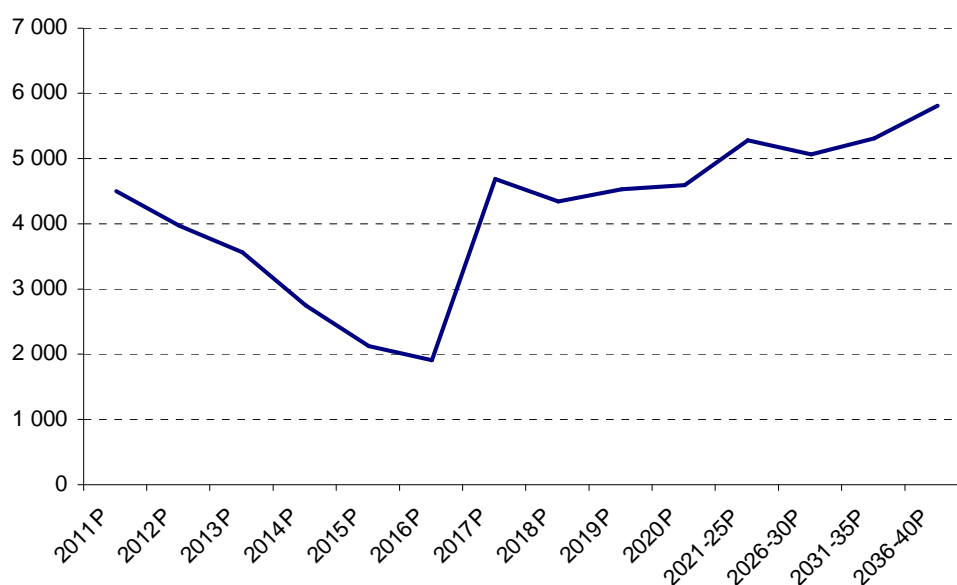
Szacujemy, że w celu utrzymania rezerwy mocy na poziomie około 4 GW rocznie, w 2013 i 2014 roku rozstrzygnięte powinny być zupełnie nowe przetargi energetyczne. Dotyczyć mogą one w większym stopniu budowy bloków parowo-gazowych, w tym nowego bloku w Elektrociepłowni Siekierki (PGNiG). Realna jest też realizacja bloków węglowych w Ostrołęce (zastąpienie mocy zaplanowanych do wyłączenia) i Pelplinie (alternatywa dla bloków, które mogą być wyłączone w PAK-u).

Bilans energii elektrycznej w Polsce, 2011-2040P

Lata	Moc osiągalna	Moc dyspozycyjna	Zapotrzebowanie na moc	Średnia rezerwa mocy	Nowe moce bez wiatru *	Wyłączenia
2011P	36 067	26 547	22 047	4 500	558	
2012P	36 606	26 501	22 542	3 959		-160
2013P	36 886	26 479	22 925	3 554		-691
2014P	36 770	26 148	23 406	2 742		-756
2015P	36 749	26 024	23 898	2 126		-380
2016P	37 371	26 294	24 400	1 895	1 265	-1 171
2017P	42 030	29 585	24 912	4 673	4 245	-114
2018P	42 529	29 772	25 435	4 336	2 000	-1 029
2019P	43 743	30 496	25 970	4 527	2 000	-314
2020P	44 793	31 100	26 515	4 585	1 000	-478
2021-25P	49 449	34 699	29 418	5 280	8 500	-3 844
2026-30P	53 304	37 709	32 640	5 070	9 000	-5 145
2031-35P	58 195	41 523	36 214	5 309	10 000	-5 109
2036-40P	63 935	46 002	40 179	5 823	9 000	-3 260

Źródło: DI BRE Banku S.A.; * energetyka wiatrowa została uwzględniona w pozostałych kalkulacjach, m.in. rezerwy mocy

Średnia rezerwa mocy elektrycznej w Polsce (MW)



Źródło: DI BRE Banku S.A.

Szacunki wielkości rynku energetycznego w Polsce

Szacujemy, że wielkość rynku nowych inwestycji energetycznych w Polsce w latach 2013-2019 będzie kształtować się na poziomie 6-8,9 mld PLN. Oczekujemy, że szczyt inwestycji wystąpi w latach 2014-2017, co związane jest z:

- koniecznością zastąpienia starych bloków nowymi;
- spadkiem rezerwy mocy i możliwym wzrostem cen energii.

Uważamy, że wszystkie ogłoszone przetargi na budowę bloków energetycznych zostaną rozstrzygnięte. Poniżej prezentujemy, jak nakłady na budowę dużych bloków energetycznych rozkładają się na poszczególne lata. „Z nazwy” wymieniamy jedynie bloki, w przypadku których zaawansowanie przetargu na budowę jest wysokie.

Do kategorii „nowe przetargi” zaliczamy nowe inwestycje oraz przetargi na wczesnym etapie zaawansowania (Opole, Pelplin, potencjalny przetarg w Warszawie na blok parowo-gazowy).

Przetargi o wysokim stopniu zaawansowania postępowania nie wyczerpują potrzeb nowych mocy energetycznych w Polsce. Dlatego oczekujemy, że tak w 2013, jak i w 2014 roku, zostaną rozstrzygnięte przetargi na budowę łącznie 2 GW nowych bloków energetycznych.

Termin rozstrzygnięcia przetargów na budowę 2 GW nowych mocy może ulegać przesunięciu w czasie, w przypadku opóźnień w wyłączeniach bloków energetycznych. Budowa 4 GW nowych mocy elektrycznych, czyli w praktyce 6 dużych bloków energetycznych jednocześnie, oznaczałoby duży deficyt sił podwykonawczych na rynku, a w efekcie rekordowe wyniki spółek takich jak: Remak, Energomontaż Południe, Rafako, Polimex Mostostal, Mostostal Zabrze, Elektrobudowa, Elektrotim, Energoinstal.

W poniższych szacunkach uwzględniamy:

- moce bloków zbliżone do maksymalnych z zakładanego przedziału mocy (tak było w przypadku ofert złożonych na budowę bloku w Opolu);
- koszty budowy na ostrożnym poziomie (1,3 mln EUR/MW dla bloków węglowych, 0,75 EUR/m² dla bloków gazowych oraz 0,9 EUR/m² dla nowych inwestycji, w przypadku których nie wiemy, jakie paliwo zostanie wybrane; w kalkulacji przyszłej wartości nowych kontraktów nie uwzględniamy inflacji).

Założenia dotyczące zaawansowanych przetargów energetycznych

Lp.	Lokalizacja, moc, inwestor	Zakładana moc (MW)	Koszt budowy (mld PLN)	Data udzielenia kontraktu	Data rozpoczęcia budowy	Data oddania do użytku
1	Opole, 2*900-1000 MW, PGE	2000	9 000	Q1 2012	2013	2017
2	Kozienice, 900-1000 MW, Enea	1000	5 200	Q2 2012	2013	2017
3	Jaworzno, 800-910 MW, Tauron	910	4 732	Q2 2012	2013	2017
4	Turów, 430-460 MW, PGE	460	2 392	Q2 2012	2013	2017
5	Stalowa Wola, 400-430 MW, Tauron i PGNiG	430	1 290	Q2 2012	2013	2016
6	Włocławek, 400-500 MW, PKN Orlen	480	1 440	Q2 2012	2013	2016
7	Wrocław, 400 MW, Fortum	400	1 200	Q2 2012	2013	2016

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Szacunki wielkości rynku nowych inwestycji energetycznych w latach 2013-2019 (mln PLN)

Lp.	Lokalizacja, moc, inwestor	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
1	Opole, 2*900-1000 MW, PGE	2 250	2 250	2 250	2 250			
2	Kozienice, 900-1000 MW, Enea	1 486	1 486	1 486	743			
3	Jaworzno, 800-910 MW, Tauron	676	1 352	1 352	1 352			
4	Turów, 430-450 MW, PGE	342	683	683	683			
5	Stalowa Wola, 400-430 MW, Tauron i PGNiG	430	430	430				
6	Włocławek, 400-500 MW, PKN Orlen	480	480	480				
7	Wrocław, 400 MW, Fortum	400	400	400				
8	Nowe przetargi (2013)		900	900	900	900		
9	Nowe przetargi (2014)			900	900	900	900	
10	Nowe przetargi (2015)				900	900	900	900
11	Nowe przetargi (2016-2021)					5100	5100	5100
Wartość inwestycji łącznie		6 063	7 981	8 881	7 728	7 800	6 900	6 000

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Witamy w Grupie PBG: implikacje przejęcia dla Rafako**Poluzowanie polityki księgowej?**

Uważamy, że Rafako prowadzi zdecydowanie bardziej konserwatywną politykę księgową, niż przyszły dominujący akcjonariusz, czyli PBG. Widoczne jest to:

- na poziomie utworzonych rezerw w relacji do przychodów (proporcja Rafako jest zbliżona do proporcji Budimexu);
- w wysokich, dodatnich operacyjnych przepływach (kontrakty realizowane obecnie przez Rafako są już w dużym stopniu zaawansowane, nie jest to wyłącznie efekt zaliczek wypłacanych na początku realizacji prac).

Sądzymy, że po przejęciu Rafako przez PBG, polityka księgową Rafako może być dostosowana do standardów Grupy PBG, tzn. poluzowana.

Rezerwy z tytułu kontraktów budowlanych na tle sektora

(mln PLN)	Rezerwy z tytułu kontraktów	Okres	Przychody 2011	Rezerwy / przychody
Rafako	97,6	Q3 2011	1 237,7	8,7%
Budimex	396,9	Q3 2011	4 896,6	8,1%
PBG	29,0	Q2 2011	3 479,4	0,8%
Polimex Mostostal	15,8	Q2 2011	4 549,8	0,3%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Spółki

Rozwój za granicą

Przejęcie Rafako przez PBG rodzi nadzieję na utworzenie dużej, ponadregionalnej grupy inżynierskiej, działającej w segmencie ropy naftowej, gazu i energetyki. Oznacza to, także dla Rafako, szansę na pozyskanie dużych kontraktów zagranicznych. Prawdopodobnie jest to jednak perspektywa długoterminowa, na lata 2014+.

Przejęcie Energomontażu Południe i PBG Energia

PBG w wywiadach prasowych zapowiedziało, że w ramach konsolidacji sektora energetycznego w ramach struktur PBG, Rafako może przejąć Energomontaż Południe i PBG Energia. O ile PBG Energia to mała spółka, na którą składa się głównie kapitał ludzki, Energomontaż jest wyceniany przez rynek na 168,2 mln PLN.

Przejęcia Energomontażu Południe nie uwzględniamy w prognozach wyników Rafako. Związane jest to z:

- niepewnością, dotyczącą realizacji przejęcia Energomontażu przez Rafako;
- niepewnością dotyczącą ewentualnej ceny przejęcia.

Poniżej prezentujemy nasze szacunki dotyczące oczekiwanych wyników Energomontażu w latach przyszłych. Spółka jest warta zainteresowania, z perspektywy dużych inwestycji energetycznych. Atrakcyjne na tle sektora wyniki prawdopodobnie uda się jednak wypracować dopiero w 2013 roku.

Oczekiwane wyniki finansowe Energomontażu Południe w latach 2011-2013

(mln PLN)	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody	239,8	274,2	338,1	310,3	460,9	515,1
EBITDA	29,8	2,5	-7,2	3,3	31,8	40,6
marża EBITDA	12,4%	0,9%	-2,1%	1,1%	6,9%	7,9%
EBIT	25,3	-4,2	-17,2	-5,3	23,3	32,0
Zysk netto	15,6	-13,4	-4,9	-15,8	13,5	22,8
P/E	7,0	-12,6	-34,2	-10,7	12,4	7,4
P/CE	5,4	-25,2	33,2	-23,4	7,6	5,4
P/BV	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA	4,9	85,3	-30,6	57,4	4,9	3,3
DYield	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A., Energomontaż Południe

Podział przyszłych zysków w ramach Grupy PBG

W przyszłości można mieć wątpliwość, na jakiej zasadzie będzie dokonywał się podział zysków w ramach Grupy PBG, między PBG, Hydrobudową a Rafako, w ramach uczestnictwa w dużych przetargach energetycznych.

Sądzymy, że model ten będzie przypominał model funkcjonujący w przypadku Hydrobudowy – tzn. Rafako będzie niezależnie pozyskiwać zlecenia z rynku, będzie też mogło wykonywać zlecenia podwykonawcze dla PBG, o ile będzie w stanie zaoferować atrakcyjną cenę. Sądzymy, że na wzrostowym rynku energetycznym taki model współpracy nie naraża Rafako na ryzyko pogorszenia wyników finansowych.

Wycena akcji Rafako

Akcje Rafako wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 12,8 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 43,5% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy kupno akcji Rafako.

Wycena akcji Rafako

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	12,9	75%
Wycena metodą porównawczą	8,5	25%
Średnia	11,8	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%	
Cena docelowa	12,8	

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 6,3% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBITDA za lata 2011-2013). Rafako ma jednak zdecydowanie większe perspektywy rozwoju, niż większość porównywalnych spółek, notowanych na GPW. Poza tym, prognozy dla wybranych spółek z sektora mogą być korygowane w dół, po słabych wynikach Q3 2011 (Trakcja Polska, Mostostal Warszawa).

Światowe koncerny inżynierskie notowane są na poziomie P/E 2011 ~ 15, P/E 2012 ~ 11,9, EV/EBITDA 2011 ~ 6,6, EV/EBITDA 2012 ~ 6,0.

Wycena porównawcza akcji Rafako

	P/E 2011P	P/E 2012P	P/E 2013P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P	EV/EBITDA 2013P
Budimex	8,2	8,1	11,1	3,8	4,5	7,7
Elektrobudowa	9,4	8,3	7,1	5,2	4,4	3,6
Erbud	-27,0	6,7	6,1	-69,5	4,3	3,5
Mostostal Warszawa	24,6	9,9	6,0	7,8	3,6	2,2
PBG	4,8	4,7	3,9	9,0	7,7	6,0
Polimex Mostostal	8,6	5,7	4,2	4,9	4,1	3,3
Trakcja Polska	5,0	4,6	5,1	4,6	3,9	3,7
Unibep	9,6	4,6	4,4	7,9	4,7	4,6
ZUE	8,2	7,8	7,6	4,9	3,9	3,2
Mediana	8,2	6,7	6,0	4,9	4,3	3,6
Rafako	8,9	10,1	8,7	4,0	3,8	2,3
Premia (dyskonto)	8,5%	50,4%	45,4%	-19,0%	-11,8%	-35,9%
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 = 5,8% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Zrównoważenie wskaźników rotacji należności i zobowiązań w 2012 roku.
- Wzrost przychodów w 2013 roku, szacowany w oparciu o prezentowane rachunki wielkości rynku i rachunki dotyczące możliwego udziału Rafako w realizacji dużych kontraktów energetycznych.
- Konserwatywne dynamiki wzrostu przychodów po 2013 roku.
- Marża EBIT na poziomie 5,5% w 2012 roku i 4,5% w latach kolejnych.
- Konserwatywnie zakładamy, że stany gotówki netto spadną w przyszłych kwartałach (ostrożne założenie, które nie musi się zrealizować – możliwe zaskoczenia pozytywne).
- Nie zakładamy w przyszłości możliwości wypłaty dywidend (niepewność, czy nowy akcjonariusz dominujący będzie sobie tego życzył).

Model DCF

(mln PLN)	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020+	
Przychody ze sprzedaży	1 116,3	1 204,5	1 712,3	1 782,5	1 850,3	1 916,9	1 982,1	2 047,5	2 113,0	2 178,5		
zmiana	-6,0%	7,9%	42,2%	4,1%	3,8%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%		
EBITDA	86,6	79,3	90,8	94,5	98,1	101,6	102,5	103,4	104,1	104,8		
marża EBITDA	7,8%	6,6%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,2%	5,1%	4,9%	4,8%		
Amortyzacja	12,6	12,5	12,9	13,4	13,9	14,3	14,3	14,3	14,3	14,3		
EBIT	74,0	66,9	77,9	81,1	84,2	87,2	88,2	89,1	89,8	90,4		
marża EBIT	6,6%	5,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%	4,3%	4,2%	4,1%		
Opodatkowanie EBIT	14,1	12,7	14,8	15,4	16,0	16,6	16,8	16,9	17,1	17,2		
NOPLAT	59,9	54,1	63,1	65,7	68,2	70,6	71,4	72,1	72,7	73,2		
CAPEX	-173,2	-18,7	-19,4	-20,1	-20,9	-20,1	-18,7	-17,2	-15,8	-14,3		
Kapitał obrotowy	47,7	-11,7	26,2	3,1	3,0	2,9	3,2	3,2	3,3	3,3		
Pozostałe	-3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5		
FCF	-56,5	36,2	82,8	62,0	64,2	67,8	70,3	72,5	74,6	77,0	79,3	
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%		
Współczynnik dyskonta	98,3%	88,7%	80,1%	72,3%	65,2%	58,9%	53,1%	48,0%	43,3%	39,1%		
PV FCF	-55,6	32,1	66,3	44,8	41,9	39,9	37,4	34,8	32,3	30,1		
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,6%		
Koszt długu	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,1%		
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	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%		
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	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	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)	1 043,6						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	408,3						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	304,0						WACC -1,0pp	14,0	14,4	15,0	15,6	16,3
Wartość firmy (EV)	712,4						WACC -0,5pp	13,6	14,0	14,4	15,0	15,6
Dług netto	-202,1						WACC	13,2	13,6	14,0	14,4	15,0
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0						WACC +0,5pp	12,9	13,2	13,6	14,0	14,4
Udziałowcy mniejszościowi	14,2						WACC +1,0pp	12,6	12,9	13,2	13,6	14,0
Wartość firmy	900,2											
Liczba akcji (mln)	69,6											
Wartość firmy na akcję (PLN)	12,9											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	8,0%											
Cena docelowa	14,0											
EV/EBITDA('10) dla ceny docelowej	6,1											
P/E('10) dla ceny docelowej	14,0											
Udział TV w EV	45%											

Rachunek wyników

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	1 137,5	1 125,6	963,7	1 188,1	1 116,3	1 204,5	1 712,3
<i>zmiana</i>	46,4%	-1,1%	-14,4%	23,3%	-6,0%	7,9%	42,2%
Koszt własny sprzedaży	1 065,3	1 005,2	845,0	1 002,1	980,1	1 057,6	1 534,2
Zysk brutto na sprzedaży	72,2	120,4	118,7	185,9	136,2	147,0	178,1
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	6,3%	10,7%	12,3%	15,6%	12,2%	12,2%	10,4%
Koszty sprzedaży	-18,2	-15,9	-25,6	-48,6	-28,3	-30,1	-42,8
Koszty ogólnego zarządu	-24,2	-24,6	-32,0	-31,0	-38,7	-48,2	-54,8
Pozostała działalność operacyjna netto	-7,7	-19,1	-7,2	-46,1	4,7	-1,8	-2,6
EBIT	22,1	60,8	53,9	60,2	74,0	66,9	77,9
<i>zmiana</i>	5,3%	175,6%	-11,3%	11,6%	23,0%	-9,7%	16,5%
<i>marża EBIT</i>	1,9%	5,4%	5,6%	5,1%	6,6%	5,5%	4,5%
Wynik na działalności finansowej	-3,7	-11,9	-1,7	-3,6	13,9	10,7	13,2
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	56,6	87,9	77,5	91,1
Podatek dochodowy	-5,8	-11,5	-13,4	-12,3	-17,0	-14,7	-17,3
Zysk netto z działalności kontynuowanej	18,4	37,4	38,8	44,3	70,9	62,8	73,8
Strata z działalności zaniechanej		-50,3					
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,4	-1,4	1,1	0,7	1,4	1,6	2,2
Zysk netto	12,2	-11,6	37,7	43,6	69,5	61,3	71,6
<i>zmiana</i>	-4,6%	-195,2%	-425,3%	15,6%	59,2%	-11,8%	16,8%
<i>marża</i>	1,1%	-1,0%	3,9%	3,7%	6,2%	5,1%	4,2%
Amortyzacja	13,1	15,4	13,6	11,9	12,6	12,5	12,9
EBITDA	35,1	76,1	67,5	72,1	86,6	79,3	90,8
<i>zmiana</i>	10,8%	116,8%	-11,3%	6,7%	20,1%	-8,4%	14,5%
<i>marża EBITDA</i>	3,1%	6,8%	7,0%	6,1%	7,8%	6,6%	5,3%
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	1,0	0,9	1,0
CEPS	0,4	0,1	0,7	0,8	1,2	1,1	1,2
ROAE	4,2%	-3,4%	10,8%	11,6%	17,1%	13,6%	13,8%
ROAA	1,7%	-1,4%	4,7%	5,0%	7,2%	6,0%	5,9%

Bilans

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
AKTYWA	787,3	819,7	792,4	949,3	969,3	1 070,8	1 374,3
Majątek trwały	197,4	220,6	211,9	223,3	246,5	252,7	259,2
WNIIP	4,7	12,3	11,2	13,0	12,4	12,4	12,4
Rzeczowe aktywa trwałe	144,7	163,8	164,3	163,0	164,4	170,6	177,1
Aktywa finansowe	14,8	3,8	4,2	4,0	6,2	6,2	6,2
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	33,1	40,7	32,2	43,3	63,5	63,5	63,5
Majątek obrotowy	589,9	599,0	580,6	726,1	722,8	818,1	1 115,1
Zapasy	29,7	61,4	28,3	31,7	32,2	34,8	50,4
Należności	222,3	204,6	231,8	274,1	229,4	264,0	375,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	94,7	64,6	64,3	213,0	168,2	181,5	258,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	241,8	268,5	255,9	206,8	292,6	337,4	430,9
Inne	1,3	0,0	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4
(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
PASYWA	787,3	819,7	792,4	949,3	969,3	1 070,8	1 374,3
Kapitał własny	347,1	335,6	363,3	390,1	420,0	481,3	552,8
Kapitał mniejszości	2,4	12,6	13,9	9,7	10,7	12,3	14,5
Zobowiązania długoterminowe	34,1	26,1	24,7	24,4	40,8	40,8	40,8
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4
Rezerwy i inne	34,1	26,1	24,7	24,4	40,4	40,4	40,4
Zobowiązania krótkoterminowe	403,6	445,4	390,5	525,1	497,7	536,5	766,1
Pożyczki i kredyty	11,3	9,6	16,1	4,7	6,2	6,2	6,2
Zobowiązania wobec dostawców	219,9	186,3	166,8	291,0	214,8	231,8	336,3
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	172,3	249,4	207,6	229,4	275,2	297,0	422,2
Dług	11,3	9,6	16,1	4,7	6,6	6,6	6,6
Dług netto	-230,5	-258,9	-239,7	-202,1	-285,9	-330,8	-424,3
(Dług netto / Kapitał własny)	-66,4%	-77,1%	-66,0%	-51,8%	-68,1%	-68,7%	-76,8%
(Dług netto / EBITDA)	-6,6	-3,4	-3,6	-2,8	-3,3	-4,2	-4,7
BVPS	5,0	4,8	5,2	5,6	6,0	6,9	7,9

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
Przepływy operacyjne	-68,6	112,5	11,6	-14,8	136,2	52,8	99,7
Zysk netto	12,2	-11,6	37,7	43,6	69,5	61,3	71,6
Amortyzacja	13,1	15,4	13,6	11,9	12,6	12,5	12,9
Kapitał obrotowy	-83,9	30,8	-40,8	-52,1	47,7	-11,7	26,2
Pozostałe	-10,0	77,9	1,1	-18,2	6,5	-9,1	-10,9
Przepływy inwestycyjne	-75,5	-27,9	0,4	-8,1	-104,2	-18,7	-19,4
CAPEX	-31,6	-41,8	-13,4	-13,9	-13,2	-18,7	-19,4
Inwestycje kapitałowe	-49,4	17,6	8,6	3,1	-91,1	0,0	0,0
Pozostałe	5,4	-3,7	5,2	2,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	107,9	-27,7	-16,7	-26,0	-39,5	10,7	13,2
Emisja akcji	104,4	0,0	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Dług	10,2	3,4	-5,2	-4,5	-0,3	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,6	0,0	-10,4	-20,9	-39,7	0,0	0,0
Pozostałe	-6,2	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-36,2	56,9	-4,7	-49,0	-7,5	44,9	93,5
Środki pieniężne na koniec okresu	241,8	268,5	255,9	206,8	292,6	337,4	430,9
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,2	0,3	0,6	0,0	0,0
FCF	-107,6	-64,4	-436,3	-37,3	-56,5	36,2	82,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	2,8%	3,7%	1,4%	1,2%	1,2%	1,6%	1,1%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P	2013P
P/E	50,8	-53,4	16,4	14,2	8,9	10,1	8,7
P/CE	24,5	165,2	12,1	11,2	7,6	8,4	7,3
P/BV	1,8	1,8	1,7	1,6	1,5	1,3	1,1
P/S	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4
FCF/EV	-29,6%	-17,3%	-110,8%	-8,7%	-16,4%	12,0%	39,5%
EV/EBITDA	10,3	4,9	5,8	5,9	4,0	3,8	2,3
EV/EBIT	16,5	6,1	7,3	7,1	4,7	4,5	2,7
EV/S	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1
DYield	0,1%	0,0%	1,7%	3,4%	6,4%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	8,9						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
MC (mln PLN)	619,4	619,4	619,4	619,4	619,4	619,4	619,4
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	2,4	12,6	13,9	9,7	10,7	12,3	14,5
EV (mln PLN)	363,0	373,2	393,7	427,1	344,2	300,9	209,7



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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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

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

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

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@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

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 stanowił 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	Kupuj	Akumuluj
data wydania	2011-06-03	2011-07-05
kurs z dnia rekomendacji	10,80	12,51
WIG w dniu rekomendacji	49824,93	48481,82