



Rafako (Trzymaj)

Cena bieżąca: 10,6 PLN

Cena docelowa: 11 PLN

Analityk: Maciej Stokłosa

Data ostatniej aktualizacji: 2012-03-05

(mIn PLN)	2009	2010	zmiana	2011P	zmiana	2012P	zmiana	Podstawowe dane (mIn PLN)	
Przychody	963,7	1 188,1	23,3%	1 093,4	-8,0%	1 655,8	51,4%	Liczba akcji (mln)	69,6
EBITDA	67,5	72,1	6,7%	76,7	6,4%	106,4	38,8%	MC (cena bieżąca)	737,8
marża EBITDA	7,0%	6,1%		7,0%		6,4%		EV (cena bieżąca)	693,2
EBIT	53,9	60,2	11,6%	64,0	6,4%	89,1	39,2%	Free float	21,5%
Zysk netto	37,7	43,6	15,6%	58,1	33,2%	65,1	12,1%		
P/E	19,5	16,9		12,7		11,3		Zmiana ceny: 1m	29,3%
P/CE	14,4	13,3		10,4		8,9		Zmiana ceny: 6m	6,0%
P/BV	2,0	1,8		1,8		1,6		Zmiana ceny: 12m	-10,2%
EV/EBITDA	7,4	7,5		9,0		6,9		Max (52 tyg.)	12,7
Dywid (%)	0,0	2,8		5,4		0,0		Min (52 tyg.)	7,6



Rafako w konsorcjum z Polimex Mostostal i Mostostal Warszawa podpisało kontrakt na budowę dwóch bloków energetycznych w Opolu. Realizacja prac jest uwzględniona w naszych prognozach. Rafako pozostaje spółką z największą ekspozycją na budowę dużych bloków energetycznych w Polsce. Mamy na myśli ekspozycję na generalne wykonawstwo, podwykonawstwo oraz produkcję kotłów. O ile sytuacja rynkowa jest dla Rafako bardzo korzystna, o tyle nasze obawy koncentrują się głównie wokół dominującego udziałowca, Grupy PBG. Dług netto PBG spadnie dopiero pod koniec 2011 roku, co rodzi naszym zdaniem ryzyko naruszenia przez PBG covenantów w Q2 i Q3 2012. Sądymy, że już niedługo Rafako może podpisać, podobnie jak Energomontaż Południe, umowę zobowiązującą Rafako do solidarnej odpowiedzialności za zadłużenie Grupy PBG. W efekcie, uważamy, że wycena Rafako powinna uwzględniać ryzyka właściwe dla całej Grupy (co uzasadnia uwzględnienie w wycenie Rafako wyższej bety). Po przejęciu Energomontażu Południe i konsolidacji zadłużenia spółki, znacząco pogorszył się wskaźnik EV/EBITDA (na rok 2012 wynosi on 6,9). Z uwagi na wzrost kursu Rafako, obniżamy rekomendację z kupuj do trzymaj.

Wyniki Q4 2011 zgodnie z oczekiwaniami słabsze z uwagi na rezerwy

Rafako w Q4 2011 wygenerowało 312,2 mln PLN przychodów, 45,6 mln PLN zysku brutto na sprzedaży (rentowność: 14,6%), 1,0 mln PLN EBIT i 0,7 mln PLN zysku netto. Wyniki Rafako za Q4 2011 są nieznacznie słabsze od naszych oczekiwań. Świadcząca o rentowności kontraktów marża brutto na sprzedaży w Q4 2011 wyniosła 14,6%, co jest wynikiem bardzo dobrym. Na poziomie EBIT słabość wyników to pochodna dużych zawiązananych rezerw, w tym na: straty z tytułu kontraktów budowlanych (18,3 mln PLN), opóźnienia / kary kontraktowe (14,9 mln PLN), koszty arbitrażu (10 mln PLN), naprawy gwarancyjne (6,7 mln PLN). Koszty rezerw zawiązały koszty ogólne (aż 34,8 mln PLN, w tym aż 24,3 mln PLN kosztów sprzedaży) oraz pozostałe koszty operacyjne netto (saldo: 9,7 mln PLN). Pozostałe przychody finansowe netto wyniosły 5,1 mln PLN. Wynik na poziomie netto zaniżył bardzo duży zaksięgowany podatek (5,6 mln PLN, efektywna stopa podatkowa: 91,4%). Gotówka netto na koniec 2011 roku była zgodna z oczekiwaniami i wyniosła 100,4 mln PLN (prognoza: 101,5 mln PLN). Operacyjne przepływy wyniosły w Q4 2011 67,3 mln PLN (pochodna pobrania przez Alstom kwoty 135 mln PLN, pro forma cash flow byłby pozytywny).

Wyniki Q4 2011 pod znakiem porządkowania bilansu

Energomontaż Południe w Q4 2011 wygenerował: 105,1 mln PLN przychodów, 6,8 mln PLN wyniku brutto na sprzedaży (marża: 6,5%), 0,9 mln PLN zysku na sprzedaży, 1,7 mln PLN straty EBIT i 4,3 mln PLN zysku netto. Na wyniku zaważyły zdarzenia jednorazowe: pozostałe koszty operacyjne netto w kwocie 2,6 mln PLN, bardzo niskie z kolei pozostałe koszty finansowe netto (0,2 mln PLN), ujemny podatek w kwocie 6,3 mln PLN. Operacyjne przepływy pieniężne wyniosły 13,6 mln PLN. Spółka w komentarzu do sprawozdania tłumaczy, że w Q4 2011 doszło do negatywnych zdarzeń jednorazowych: zawyżone przez odpisy o około 1 mln PLN koszty zarządu, zamknięcia kilku kontraktów, co negatywnie wpłynęło na rentowność, w tym domknięcia wszystkich otwartych rozliczeń kontraktowych, które nie były domknięte w przeszłości.

Megakontrakt za 9,4 mld PLN podpisany

Konsorcjum firm Mostostal Warszawa, Polimex Mostostal, Rafako (Grupa PBG), podpisało kontrakt z PGE na budowę dwóch bloków energetycznych w Elektrowni Opole. Wartość umowy to 9,4 mld PLN. Czas budowy, od chwili wystawienia polecenia rozpoczęcia prac, wyniesie: 54 miesiące w przypadku bloku nr 1 i 62 miesiące w przypadku bloku nr 2. Łączny limit kar za niedotrzymanie terminu realizacji i nie osiągnięcie wskazanych gwarancji ruchowych nie przekroczy 30% wartości kontraktu (po 15% na termin i gwarancje ruchowe). Strony zawarły dodatkową umowę, zgodnie z którą w przypadku uznania przez Sąd Okręgowy w Łodzi skargi

konsorcjum Alstom, strony dokonają zwrotu wzajemnych świadczeń, w tym zaliczki przez konsorcjum wykonawców. Strony zawarły też aneks do umowy, w którym ograniczyły ryzyka stron, związane ze złożoną przez Alstom skargą do Sądu Okręgowego w Łodzi oraz wyrokiem WSA w sprawie decyzji środowiskowej.

Spór z Hitachi o 13,4 mln EUR

Rafako wszczęło przed Międzynarodowym Sądem Arbitrażowym przy ICC w Paryżu postępowanie przeciwko spółce Hitachi Power Europe (HPE). Przedmioty są roszczenia pieniężne Rafako, wynikające z realizacji 3 projektów w Niemczech, na których Rafako występowało jako podwykonawca. W ocenie zarządu Rafako zasadniczą kwestią jest rozstrzygnięcie, czy istnieje obiektywna możliwość wyprodukowania zgodnie z wymogami technicznymi i prawnymi ekranów membranowych przy wykorzystaniu materiałów i technologii spawania narzuconych przez HPE. Zarząd Rafako uważa, że nie jest to możliwe. Stanowisko zarządu poparte jest ekspertyzami polskich i zagranicznych instytutów badawczych.

Kredyt na 300 mln PLN w PKO BP

Rafako podpisało z PKO BP umowę kredytową, na mocy której PKO BP udzieli Rafako kredytu w rachunku bieżącym na kwotę 300 mln PLN. Kredyt udzielony jest na okres 1 roku. Przeznaczeniem kredytu jest przejściowe finansowanie gwarancji, związanych z podpisanym kontraktem na budowę 2 bloków energetycznych w Opolu.

W najbliższym czasie wszczęcie postępowania arbitrażowego

Rafako planuje rozpocząć przed sądem arbitrażowym w Szwajcarii postępowanie przeciwko Alstom Power, w sprawie pobrania przez Alstom 135 mln PLN gwarancji bankowych od Rafako. Szacujemy, że postępowanie może potrwać 6-12 miesięcy.

Prezes Alstomu o Opolu i współpracy z Rafako

Prezes Grupy Alstom, Patrick Kron, deklaruje, że będzie dochodzić w sądzie swoich racji ws. wyboru oferty na budowę bloków w Opolu. Termin rozprawy przed Sądem Okręgowym w Łodzi został wyznaczony na 30 marca 2012. Prezes Alstomu deklaruje też, że Rafako nie traktuje koncernu w odpowiedni sposób, co nie pomaga przyszłej współpracy. Prezes dziwi się też, że zwycięskie konsorcjum szuka dostawców turbiny na całym świecie, pomija jednak Alstom, jedyne dostawcę turbin w Polsce.

Wybór oferty za 10,15 mln EUR

Spółka JP Elektroprivreda Bosne i Hercegovine wybrała ofertę Rafako i Energoinvest oraz Deling na wymianę elektrofiltra oraz modernizację systemu transportu popiołu i żużla bloku w elektrociepłowni Tuzla. Wartość umowy to 10,15 mln EUR (2,6% oczekiwanych przychodów Rafako w 2012 roku).

Kontrakt serbski za 14 mln EUR

Rafako zawarło umowę z PD Termoelektrane Nikola Tesla na kwotę 14 mln EUR (58,7 mln PLN, 5,3% prognozowanych przychodów na rok 2011). Przedmiotem umowy jest produkcja i dostawa urządzeń, części i elementów kotłowych, nadzór i serwis kotła bloku B1, który jest pierwszym z czterech etapów prac, które trzeba wykonać w elektrowni TENT B.

Kontrakty z Metso Power

Rafako w ciągu ostatnich 12 miesięcy podpisało z Metso Power Oy kontrakty warte 53 mln EUR (około 222 mln PLN, 20% prognozowanych przychodów na rok 2012). Największą umową, zawartą w kwietniu 2011, jest umowa na dostawę części ciśnieniowych kotła do Brazylii za 4,3 mln EUR.

Rezygnacja PBG z prawa odkupu akcji Energomontażu

PBG podpisało z Rafako umowę, na podstawie której PBG zrezygnowało z prawa odkupu od Rafako 64,84% akcji Energomontażu Południe. Wcześniej przyznane prawo odkupu udziałów obowiązywało do końca 2012 roku.