

# Rafako

**kupuj**

przemysł

poprzednia rekomendacja: -----

Cena: 9.3

Cena docelowa: 12.7

## Czekając na Opole

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Rafako z zaleceniem KUPUJ i ceną docelową 12.7 PLN, co implikuje 37% potencjał wzrostu ceny akcji. Uważamy, iż potencjał wzrostowy wyników finansowych spółki, jak i oczekiwane przez nas odwrócenie pozycji gotówkowej, nie znajdują odzwierciedlenia w obecnej cenie akcji. Z drugiej strony zdarzenia, które negatywnie wpłynęły na bilans spółki, są już przeszłością. Oczekujemy, iż oczekiwana decyzja PGE o rozpoczęciu projektu w Opolu będzie stanowiła moment przełomowy w rozwoju Rafako.

### Potencjał wzrostu zysków

Sądzymy, że Rafako będzie głównym wygranym rozpoczynającego się programu inwestycyjnego w sektorze energetycznym. Obecnie posiadany rekordowy portfel zleceń, w tym flagowy dla Rafako projekt w Opolu, pozwoli Rafako na niemal podwojenie skali prowadzonej działalności bez dodatkowego kapitału dłużnego czy emisji akcji. Oczekujemy 77% wzrostu zysku netto w perspektywie 5 lat i przełamanie bariery 100 mln PLN zysku netto w 2016 roku.

### Powrót gotówki

Sądzymy, że następne kwartały przyniosą powrót do pozytywnej pozycji gotówkowej Rafako. Samo rozpoczęcie projektu w Opolu powinno przełożyć się na dodatkowe 370 mln PLN środków pieniężnych na bilansie spółki. Przy pozytywnym scenariuszu, zakładającym ugodę z Alstomem czy zdobycie kontraktów w Kozienicach i Jaworznie, do Rafako w najbliższych miesiącach mogą wpłynąć środki pieniężne przekraczające obecną wycenę rynkową firmy.

### Atrakcyjny poziom wyceny

Na bazie naszych prognoz akcje Rafako handlowane są na mnożniku EV/EBITDA na lata 2013-2014 wynoszącym 3.8x, co daje 40% dyskonto do grupy porównawczej. Utwierdza nas to w przekonaniu, że rynek jeszcze nie wycenił ani poprawy wyników finansowych ani oczekiwanego odwrócenia pozycji gotówkowej Rafako.

### Czynniki ryzyka

Największym czynnikiem ryzyka dla Rafako pozostaje możliwość odwołania projektu w Opolu przez PGE, ale także nienależyte wykonanie tego projektu przez konsorcjum. Zamieszanie wokół będącego w upadłości układowej właściciela spółki, PBG czy jego ewentualna likwidacja także negatywnie odbiłyby się na sentymencie rynkowym do akcji Rafako.



min/max 52 tygodnie (PLN)	5.91	11.25
Liczba akcji (mln)	70	
Kapitalizacja (mln PLN)	644	
EV (mln PLN)	733	
Free float (mln PLN)	170	
Średni obrót (mln PLN)	0.5	
Główny akcjonariusz	PBG	
% akcji, % głosów	61%	61%
	<b>1 m</b>	<b>3 m</b> <b>12 m</b>
Zmiana ceny (%)	13.6%	16.9% 11.3%
Zmiana rel. WIG (%)	9.2%	6.9% -1.7%

**Piotr Nawrocki**

(022) 598 26 05

piotr.nawrocki@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	BVPS	P/E	P/BV	DY (%)	EV /EBIT	EV /EBITDA	ROE (%)
2010	1 143.1	65.6	77.5	62.0	48.0	0.69	5.61	18.3	2.3	2.4	10.3	8.7	12.3
2011	1 118.5	64.3	77.0	78.8	58.4	0.84	5.88	11.9	1.7	5.7	9.3	7.8	14.3
2012p	1 382.3	72.6	90.3	69.2	69.4	1.00	6.88	9.3	1.3	0.0	9.4	7.6	14.5
2013p	1 404.8	94.6	109.6	97.5	78.9	1.13	7.47	8.3	1.2	5.9	4.3	3.8	15.2
2014p	1 625.9	95.4	111.7	105.2	85.2	1.22	7.79	7.8	1.2	9.6	4.4	3.8	15.7

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

## O spółce

### Profil działalności

Rafako jest największym w Europie producentem kotłów oraz urządzeń ochrony środowiska dla energetyki. Firma oferuje projektowanie i wykonawstwo szerokiej gamy kotłów opalanych węglem brunatnym, kamiennym, olejem, gazem bądź kombinacją tych paliw, wśród nich kotłów konwencjonalnych, na parametry nadkrytyczne, fluidalnych i rusztowych. Ponadto, od szeregu lat spółka dostarcza kotły do termicznej utylizacji odpadów, do spalania biomasy oraz kotły odzyskowe. Ofertę w dziedzinie kotłowej uzupełniają różnorodne usługi serwisowe, od diagnostyki poprzez naprawy, remonty, dostawy części zamiennych aż po kompleksowe modernizacje kotłów i urządzeń towarzyszących. W dziedzinie ochrony środowiska firma projektuje, wykonuje i realizuje pod klucz instalacje odsiarczania spalin, instalacje redukcji tlenków azotu oraz urządzenia odpylające.

### Historia

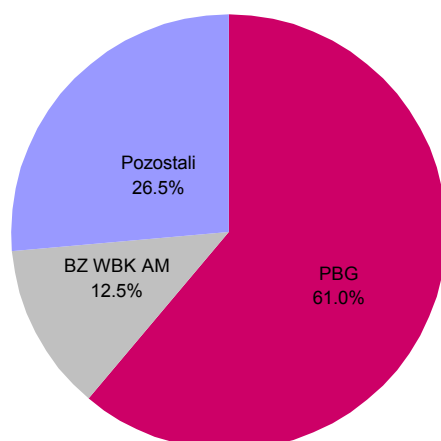
Początek istnienia spółki datowany jest na 1949 rok, kiedy to powołano do życia Raciborską Fabrykę Kotłów. Rafako zostało sprywatyzowane w roku 1993, a w 1994 została wprowadzona na giełdę. Po prywatyzacji dominującym akcjonariuszem Rafako został firma Elektrim S.A. W 2011 roku za 540.8 mln PLN kontrolny pakiet akcji akcji (50%+1 akcja) nabyło od Elektrimu PBG SA, które obecnie znajduje się w upadłości układowej

### Główne rynki

Z uwagi na wieloletni okres działalności Rafako dostarczało produkty i świadczyło usług dla każdej elektrowni w Polsce. Około 80% kotłów energetycznych w Polsce jest dziełem raciborskiej spółki. Nic więc dziwnego, że na rodzimym rynku firma realizuje 2/3 swoich przychodów. Firma jest także bardzo aktywna na rynkach zagranicznych i posiada referencje w szeregu krajów Europy i Azji, w tym z Chin, Turcji, Indii, Jugosławii, Niemczech, Francji, Szwajcarii, Belgii, Czech i Skandynawii. W 2011 roku sprzedaż eksportowa stanowiła 33% ogółu sprzedaży.

### Struktura akcjonariatu

#### Struktura akcjonariatu Rafako



Źródło: Rafako, Millennium DM

## Wyniki za I poł.2012 roku

Wyniki osiągnięte przez Rafako w I połowie 2012 roku były w istotny sposób zaburzone przez dwa zdarzenia: konsolidację Energomontażu Południe oraz ugodę z firmą Hitachi przekładającą się na rozwiązanie części rezerw.

### ☐ konsolidacja wyników Energomontażu Południe do dnia 13.06.2012 roku

Rafako w grudniu 2011 zakupiło od swojego głównego akcjonariusza - PBG - pakiet 64.82% akcji Energomontażu-Południe za 160 mln PLN (co umożliwiło przejęcie Rafako przez PBG). Podobnie jak PBG, Energomontaż Południe w wyniku wrogich działań ze strony swojego głównego klienta Alstom, jak i problemów z finansowaniem działalności na co bez wpływu nie pozostał fakt gwarantowania długu PBG, zmuszony był do ogłoszenia upadłości układowej. W wyniku zaburzeń podstawowej działalności EPD zanotował w I półroczu 2012 ogromną stratę, co znalazło także przełożenie na skonsolidowane sprawozdanie Rafako. Gdyby oczyścić wyniki Rafako z wyników konsolidowanej spółki Energomontaż okazałoby się, że Rafako osiągnęło w I półroczu rekordowy zysk netto na poziomie 100 mln PLN, podczas gdy w całym 2011 roku spółka zaraportowała jedynie 58 mln PLN.

### ☐ uгода z Hitachi Power Europe

Kolejnym czynnikiem, który wpłynął na wyniki Rafako, była uгода z Hitachi, dzięki której możliwe było rozwiązanie rezerw na kary kontraktowe. W maju 2012 roku Rafako zawarło ugodę z Hitachi Power Europe odnośnie kontraktu w Niemczech. Wcześniej Rafako wystąpiło z pozwem przeciwko Hitachi o 13.4 mln EUR i uznanie brak winy Rafako w przypadku usterek kotłów mocowanych w nowobudowanych blokach niemieckich. Na mocy ugody Hitachi zapłaciło Rafako część żądanej kwoty (spółka nie ujawniła dokładnej sumy), ale przede wszystkim oświadczyło że Rafako nie ponosi winy za problemy Hitachi z kotłami w wyniku zastosowania stali T-24. Szacujemy, że pozytywny wpływ ugody z Hitachi wzmocnił EBIT spółki o ok. 60 mln PLN, aczkolwiek nasze obliczenia są narażone na duże ryzyko przeszacowania w związku z brakiem informacji o dokładnej wartości odszkodowania otrzymanej od Hitachi.

### Wyniki finansowe Rafako w I poł. 2012 roku (mln PLN)

	Zaraportowane	Wpływ EPD	Wyniki bez EPD	Oczyszczone z HPE*
Przychody	747.2	151.9	595.3	535.3
Zysk brutto na sprzedaży	185.9	-52.0	237.9	167.9
<i>marża</i>	25%	-34%	40%	31%
EBIT	25.7	-94.1	119.7	59.7
<i>marża</i>	3%	-62%	20%	11%
Zysk brutto	22.4	-97.4	119.8	59.8
<i>marża</i>	3%	-64%	20%	11%
Zysk netto	-6.1	-106.8	100.7	52.7
<i>marża netto</i>	-1%	-70%	17%	10%
Zysk netto dla akcjonariuszy jednostki dominującej	31.4	-69.3	100.7	52.7
<i>marża</i>	4%	0%	17%	10%

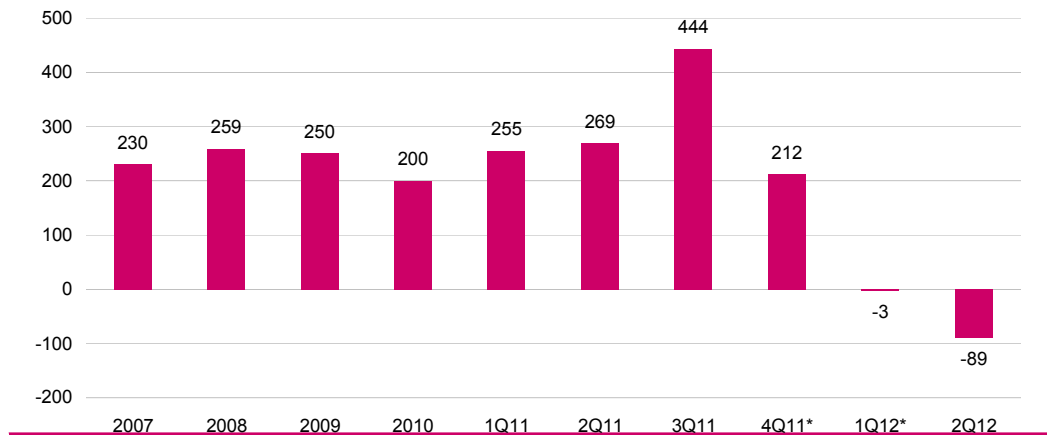
Źródło: Rafako, \* wyniki oczyszczone z wpływu ugody z Hitachi Power Europe (HPE) szacowanego przez nas na 60 mln PLN

Nasze obliczenia dotyczące wyników I półroczu 2012 roku sugerują, że biznes Rafako ma się wyjątkowo dobrze i spółka, gdyby nie zdarzenia jednorazowe zanotowałaby rekordowe zyski. Trudno jednak oczekiwać podobnej dynamiki w kolejnych kwartałach, ponieważ wyniki 2Q zostały także wsparte przez rozpoznanie wyższej marży na długoterminowych kontaktach, po tym jak okazało się, iż budżetowane na tych kontraktach koszty były zawyżone w stosunku do realnie poniesionych. Jest to potwierdzenie, iż Zarząd spółki podchodzi bardzo konserwatywnie do kwestii księgowania zysków w trakcie trwania kontraktów, co należy uznać za plus w świetle ostatnich wydarzeń na polskim rynku budowlanym.

## Dług netto - suma niefortunnych zdarzeń

Do IV kwartału 2012 roku spółce udawało się utrzymywać pozycję gotówkową netto na poziomie powyżej 200 mln PLN.

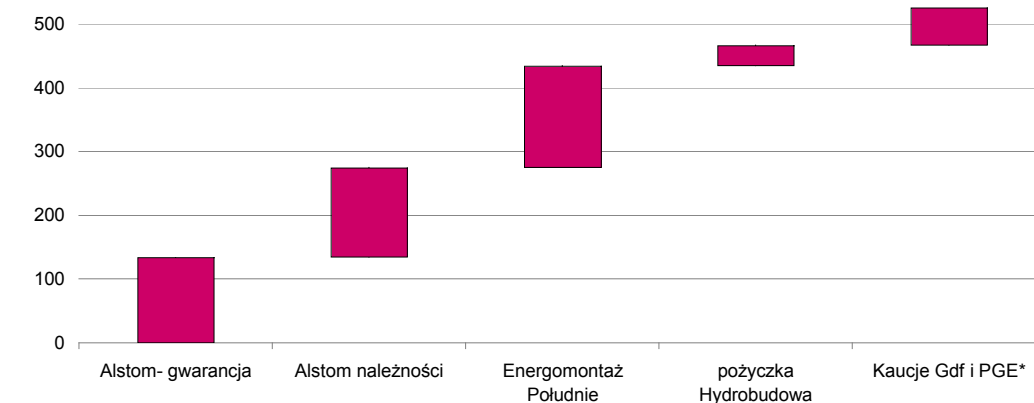
### Gotówka(dług) netto Rafako (mln PLN)



Źródło: Rafako, \* dane oczyszczone z konsolidowanego wówczas Energomontażu Południe

Jednakże pod koniec ubiegłego roku pozycja gotówkowa zaczęła topnieć i na koniec II kwartału 2012 roku Rafako zaraportowało dług netto w wysokości 89 mln PLN. Jest to wynik wsparcia PBG, poprzez zakup akcji Energomontażu Południe (160 mln PLN) i pożyczki udzielonej Hydrobudowie Polskiej (32 mln PLN), zamieszaniu wokół projektu w Opolu i upadłości PBG (57 mln PLN), a także w wyniku konfliktu z Alstomem (gwarancja bankowa 135 mln PLN oraz niezapłacone należności ok. 140 mln PLN). Według naszych szacunków z tytułu powyżej wspomnianych przyczyn, ze spółki wypłynęło w ciągu 7 miesięcy ok. 530 mln PLN.

### Wpływ środków pieniężnych z Rafako (mln PLN)



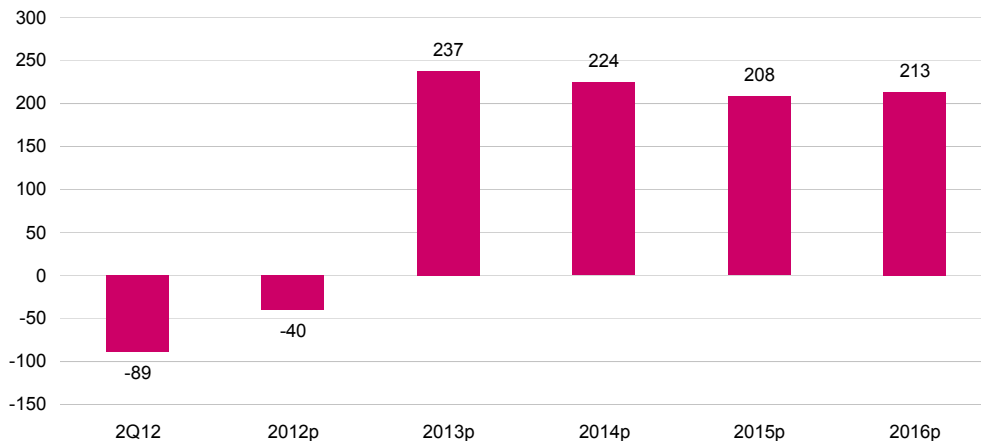
Źródło: Millennium DM, \*netto po uzgodnieniu pierwszej transzy zaliczki z PGE, brutto Rafako wpłaciło 131 mln PLN

Jesteśmy zdania, że Rafako wyczerpało limit negatywnych zdarzeń w kontekście wpływu środków pieniężnych i uważamy, iż w następnych kwartałach odbuduje swoją pozycję gotówkową, co jest nieuwzględnione w obecnej wycenie giełdowej spółki. Konserwatywne podejście nakazuje nam przyjęcie założenia, że pieniądze związanych z przepływami do Grupy PBG nie uda się już odzyskać. Wpływ potencjalnych odpisów tych należności będzie miał jednak już wymiar czysto księgowy, nie pieniężny. Natomiast każda kwota odzyskana przez Rafako z tego tytułu będzie pozytywnym zaskoczeniem dla inwestorów.

## Cash is king - powrót króla

Po deterioracji pozycji gotówkowej w I połowie 2012 roku oczekujemy, iż następne kwartały będą upływały pod znakiem odwracania tego trendu. Nie spodziewamy się żadnych istotnych zdarzeń, powodujących wypływy gotówkowe z Rafako, a wręcz przeciwnie widzimy szansę na odwrócenie skutków części z nich i uwolnienie zasobów gotówkowych. Oczekujemy, iż dług netto Rafako na koniec roku 2012 wyniesie 39.7 mln PLN wobec 89.1 mln PLN na koniec czerwca 2012, natomiast już na koniec 2013 roku spodziewamy się gotówki netto na poziomie 240 mln PLN.

### Prognozowana gotówka(dług) netto Rafako (mln PLN)



Źródło: Millennium DM

### Projekt w Opolu kluczowy dla gotówki netto

Decyzja PGE o kontynuacji inwestycji w Opolu oznacza, iż w przeciągu 3-4 miesięcy inwestor powinien wezwać konsorcjum wykonawcze do rozpoczęcia prac co będzie równoznaczne z uruchomieniem drugiej transzy zaliczki dla Rafako w wysokości 238 mln PLN. W tym samym momencie dojdzie do zamiany kaucji gotówkowej na gwarancje bankową dzięki czemu Rafako odzyska dodatkowo kwotę 131mln PLN, którą wyłożyło na gotówkową kaucję tytułem dobrego wykonania kontraktu. Łącznie zatem rozpoczęcie projektu w Opolu przełoży się na dodatkowe 369 mln PLN (5.3 PLN na akcje) środków pieniężnych na bilansie Rafako. Środki pieniężne z tytułu kontraktu w Opolu powinny wesprzeć bilans Rafako już na przełomie pierwszego i drugiego kwartału 2013 roku.

### Kozienice i Jaworzno

W przypadku projektu w Kozienicach spółka będzie czekała na kontrakt podwykonawczy od lidera konsorcjum wykonawczego - Hitachi. Szacujemy, iż wartość zlecenia dla Rafako może sięgnąć 700 mln PLN netto, co powinno się przełożyć na zaliczkę rządu 86 mln PLN (1.24 PLN na akcje) w razie podpisania kontraktu. Projekt w Kozienicach został już formalnie rozpoczęty i jest w fazie projektu, spodziewamy się podpisania kontraktu przez Rafako do końca 2012 roku. Do momentu podpisania umowy przyjmujemy 75% prawdopodobieństwo ziszczenia się przychodów i przedpłaty z tytułu kontraktu w Kozienicach dla Rafako.

W projekcie w Jaworznie możliwe są trzy rozstrzygnięcia z punktu widzenia Rafako:

- wygrana konsorcjum Rafako-Mostostal Warszawa -25% szans
- kontrakt podwykonawczy w przypadku zwycięstwa konsorcjum chińskiego bądź Hitachi -50%
- brak kontraktu w przypadku zwycięstwa konsorcjum z Alstomem, który złoży ofertę poprzez Polimex-Mostostal -25%

W naszym modelu przyjęliśmy pierwszy wariant dostosowując szacowane przychody i zaliczkę do oszacowanego prawdopodobieństwa tego wariantu. W naszym modelu zakładającym 25% szansę Rafako na wygranie przetargu i 10% zaliczki, oszacowaliśmy dodatkowy wpływ środków pieniężnych z tytułu przedpłaty na projekcie Jaworzno na 95 mln PLN (1.37 PLN na akcje). Spodziewany start projektu nastąpi według nas na przełomie trzeciego i czwartego kwartału 2013 roku.

### Zaliczki na projektach energetycznych (mln PLN)

Projekt	Wartość projektu	Zaliczka pełna		Szanse Rafako	Ważona	
		wartość	na akcję		wartość	na akcję
Opole	9 397	317.2	4.6	100%	317.2	4.6
Kozienice	5150	86.1	1.2	75%	64.6	0.9
Jaworzno	5150	380.1	5.5	25%	95.0	1.4

### Konflikt z Alstomem - potencjalny zastrzyk gotówki

Rafako w pozwie przeciwko Alstom przed Międzynarodowym Trybunałem Arbitrażowym w Wiedniu domaga się zapłaty prawie 400 mln PLN. Minimalna kwota o jaką walczy Rafako to ok. 250 mln PLN, która wynika ze 135 mln PLN straconych na rzecz Alstomu w wyniku realizacji gwarancji bankowej pomimo zakazu ze strony polskiego sądu oraz z niezapłaconych przez Alstom faktur za realizację projektu w Belchatowie. Konflikt pomiędzy firmami wybuchł pod koniec 2011 roku na gruncie projektu budowy bloku w Belchatowie, jednak wrogie zachowania Alstomu wobec Rafako rozpoczęły się wtedy kiedy faworyzowany Alstom przegrał przetarg na kontrakt w Opolu, właśnie na rzecz konsorcjum, którego liderem jest Rafako.

Projekt opolski może okazać się kluczem do osiągnięcia ugody z Alstomem i wyegzekwowanie przynajmniej 250 mln PLN od francuskiego holdingu. Alstom został wybrany przez konsorcjanta Rafako, Polimex Mostostal, na dostawce wysp turbinowych dla nowych bloków w Opolu. Wartość tego kontraktu to niemalże 2 mld PLN. Niemniej Rafako jako lider konsorcjum odpowiadający za część technologiczną projektu, może zablokować ten wybór. Będzie to stanowić bardzo poważny argument w negocjacjach z Alstomem. Jeżeli do porozumienia nie dojdzie strony będą wyczekiwały rozstrzygnięcie Sądu Arbitrażowego, które powinno zapaść do końca 2013 roku. Warto podkreślić jest jednak, iż ewentualne negatywne rozstrzygnięcie arbitrażowe nie wiąże się z żadnymi skutkami pieniężnymi dla Rafako.

W naszych szacunkach nie uwzględniliśmy wpływów z tytułu sporu z Alstomem, natomiast jest to bardzo znaczny dodatkowy potencjał na wzmocnienie pozycji gotówkowej spółki. Wystarczy wspomnieć, że uzyskanie minimalnej oczekiwanej kwoty w wysokości 250 mln PLN przełożyło by się na 3.6 PLN na akcje dodatkowej wolnej gotówki.

## Podsumowanie

W przeciągu najbliższych 12 miesięcy jest duża szansa na to, by do spółki wpłynęły środki pieniężne przewyższające obecną kapitalizację Rafako. Według naszych szacunków gdyby ziszczyły się wszystkie pozytywne zdarzenia to producent kotłów otrzymałby nawet 1 085 mln PLN czyli 15.6 PLN na akcje. Głównymi zdarzeniami, które zdeterminują wielkość środków jakie wpłyną do Rafako będą zatem:

- decyzja PGE o formalnym rozpoczęciu projektu w Opolu
- ugoda z Alstomem lub wyrok sądu arbitrażowego odnośnie projektu w Bełchatowie
- umowa z Hitachi odnośnie projektu w Kozienicach
- rozstrzygnięcie przetargu na blok w Jaworznie

Dodatkowo w ostatnim czasie Rafako poinformowało, że jego oferta na zaprojektowanie i wykonanie instalacji odsiarczania dla elektrociepłowni EdF w Polsce warta 955 mln PLN została wybrana przez inwestora najkorzystniejsza. Niemniej problemem w podpisaniu tej umowy może być dodatkowo fakt iż cena zaproponowana przez Rafako przewyższa planowany budżet EdF. Dodatkowo Alstom, który złożył drugą najlepszą ofertę, zaskarżył wybór Rafako do Krajowej Izby Odwoławczej (KIO), która rozstrzygnie o zasadności skargi. Innym projektem o który stara się Rafako jest budowa bloku węglowego w Tuzli (Bosnia i Hercegowina), gdzie spółka utworzyła konsorcjum z japońską Toshiba oraz chorwackim HEP. Przybliżona wartość projektu to 700 mln EUR. Nie można także wykluczyć, że Rafako zostanie zaproszone do realizacji kontraktu w Turowie, kiedy będzie znany już wykonawca tej inwestycji.

### Potencjalne wpływy gotówkowe do Rafako do końca 2013 roku

Wpływy pieniężne	Jednostka	Opole	Kozienice	Alstom	Jaworzno	Razem
Nominalnie	mln PLN	369	86	250	380	<b>1 085</b>
Na akcję	PLN	5.3	1.2	3.6	5.5	<b>15.6</b>

Źródło: Millennium DM

# Inwestycje energetyczne w Polsce

## Stan procesu inwestycyjnego

Po latach zapowiedzi i oczekiwań, rozpoczęły się miliardowe inwestycje w nowe moce wytwórcze w polskiej energetyce. Proces ten zaczął wchodzić w fazę realizacji w 2012 roku wraz z podpisaniem kontraktów na budowę dwóch nowych bloków węglowych w Elektrowni Opole (PGE), bloku gazowego w Stalowej Woli (Tauron/PGNiG) oraz nowego bloku węglowego w Kozienicach (Enea). Uważamy, że w przypadku bloków węglowych w „pierwszej rundzie” zrealizowane zostaną inwestycje PGE w Opolu, Enei w Kozienicach oraz Taurona w Jaworznie, a także w Rybniku (EdF). Bardzo prawdopodobne jest także według nas powstanie bloku zasilanego węglem brunatnym w Turowie. Z drugiej strony zakładamy, że projekty budowy elektrowni węglowych w Ostrołęce przez Grupę Energa oraz w Pelplinie przez Kulczyk Investment zostaną przełożone w czasie ze względu na niewystarczającą podaż kapitału, chociaż widzimy dużą szansę na realizację jednej z dwóch wymienionych inwestycji w przypadku rezygnacji PGE z projektu w Opolu.

Projekt	Inwestor	MW	Wartość netto (mln PLN)	Paliwo	Status	Wykonawca	Koniec przetargu	Harmonogram
Opole	PGE	2x900	9.4	węgiel kamienny	Wyrok NSA, oczekiwanie na rozpoczęcie projektu	Polimex Mostostal-Rafako - Mostostal Warszawa	4Q 11	2Q13- 2Q18
Kozienice	Enea	900-1000	5.1	węgiel kamienny	projekt rozpoczęty	Hitachi- Polimex Mostostal	2Q 12	4Q12-3Q17
Jaworzno	Tauron	800-900	5-5.5	węgiel kamienny	dzień złożenia ofert-19.X.2012	1) SNC Lavalin-Hitachi 2)Alstom-PBG 3)Rafako-Mostostal Warszawa 4)COVEC-CNEEC 5) Polimex-Mostostal	4Q12	3Q 13- 2Q 18
Turow	PGE	430-450	2.2-2.7	węgiel brunatny	znana krótka lista	1) Alstom -PBG, 2) Hitachi-Budimex, 3) Doosan	4Q12	2Q 13 1Q 18
Rybnik	EdF	900	5	węgiel kamienny	kontrakt z Alstom na maszynerie i projekt	Alstom	n.a.	1Q 13- 3Q 17
Ostroleka	Energa	850-100	5.5-6.0	węgiel kamienny	krótka lista wykonawców, projekt zawieszony	1) Alstom 2) Hitachi-Polimex 3) PBG-Rafako-Mostostal Warszawa 4) Shanghai Electric Group	1Q 13	3Q 13-2 Q 18
Polnoc	Kulczyk Inv.	2x1000	9.0- 11.0	węgiel kamienny	krótka lista wykonawców, trwają negocjacje	1) Alstom 2)Hitachi-Polimex 3)Doosan-Siemens 4)Shanghei Electric Group	1Q13	3Q13 - 3Q 18

Źródło: Millennium DM



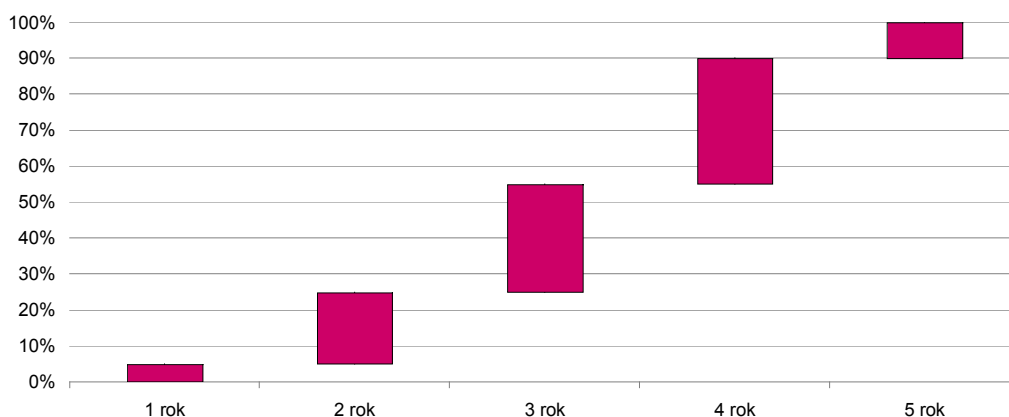
## Charakterystyka projektów energetycznych

Kontrakty energetyczne, które realizuje i będzie realizować Rafako istotnie różnią się swoją charakterystyką od kontraktów infrastrukturalnych (drogi i koleje). Główne cechy tychże projektów to:

- Wysoka wartość jednostkowa kontraktów o długoterminowym charakterze
- Ograniczona konkurencja przekładająca się na wyższe marże bazowe
- Dodatnie przepływy pieniężne przez okres trwania kontraktu m.in. dzięki systemowi zaliczek
- Ryzyko wysokich kar w przypadku niedopełnienia zapisów kontraktowych (termin oddania, sprawność bloków)

Łączna wartość jedynie trzech (Opole, Kozienice, Jaworzno) flagowych projektów inwestycyjnych w polskim sektorze energetycznym to ok. 24 mld PLN, czyli więcej niż 25% wartości całego polskiego rynku budowlanego w 2011 roku. Są to historycznie największe projekty inwestycyjne w Polsce pod kątem jednostkowej wartości. Ich długoterminowy (4-5 letni) charakter zapewnia wykonawcom możliwość dokładniejszego planowania i budżetowania działalności firm w średnim okresie, co w perspektywie oczekiwanego spowolnienia gospodarczego, zwłaszcza w polskim budownictwie, będzie stanowiło istotną przewagę spółek zaangażowanych w budownictwo energetyczne wobec spółek ogólnobudowlanych.

### Struktura budowy bloku węglowego wg rozponawanych przychodów



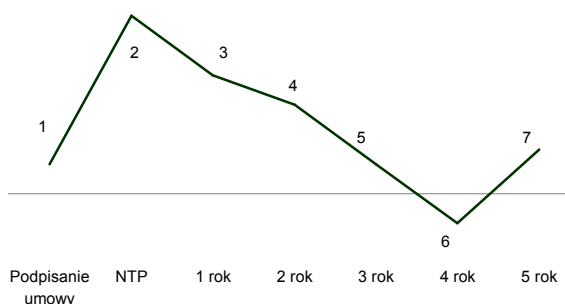
Źródło: Millennium DM,

Marże wyjściowe w przypadku poprawnej realizacji kontraktu są w przypadku kontraktów energetycznych znacznie wyższe od budownictwa infrastrukturalnego, co wiąże się ze znacznie wyższym stopniem zaawansowania technologicznego tych projektów i co za tym idzie ograniczoną konkurencją na tym polu. Przykłady projektów w Opolu i Kozienicach pokazują, iż na koniec postępowania przetargowego oferty składają 2-3 konsorcja, wobec ok. 20 na projektach drogowych. Dotychczasowe przetargi pokazały również, że pomimo tak dużej wartości inwestycji, różnice cenowe pomiędzy oferentami są nieznaczne, co wyklucza tezę o potencjalnej wojnie cenowej.

Jednak najważniejszym pozytywnym aspektem projektów energetycznych jest utrzymujące się przez większość lub nawet przez cały okres trwania projektu dodatnie saldo przepływów pieniężnych na co wpływ mają w dużej mierze pokaźne zaliczki, które mogą sięgać do ok. 10% wartości kontraktu i są wypłacane najczęściej w dwóch transzach: przy podpisaniu umowy oraz w momencie oficjalnego rozpoczęcia kontraktu. Przepływy pieniężne mogą ulec odwróceniu przed samym końcem projektu, jako że ostatnia transza wynagrodzenia jest najczęściej płatna po udanym rozruchu bloku. Niemniej jednak, do tego momentu wykonawcy są w stanie zbudować poduszkę pieniężną z wcześniej uzyskanych odsetek oraz z tytułu realizowanej marży.

## Cykl przepływów pieniężnych na projekcie energetycznym

- 1- pierwsza transza zaliczki
- 2- druga transza zaliczki,
- 3- projektowanie, przedpłaty do dostawców
- 4- zamówienie materiałów i urządzeń, przygotowanie placu budowy
- 5- produkcja głównych urządzeń technologicznych
- 6- dostawa wyspy turbinowej i kotłowej, montaż na miejscu
- 7- rozruch bloku



Źródło: Millennium DM, NTP (notice to proceed)- wezwanie inwestora do rozpoczęcia prac

## Ryzyka projektowe

Projekty energetyczne niosą ze sobą także ogromne ryzyko dla wykonawców. Z uwagi na długi, 5 letni termin realizacji inwestycji oraz niemożliwość zabezpieczenia cen materiałów i urządzeń w momencie podpisywania kontraktu, wykonawca ponosi ryzyko wzrostu kosztów i spadku rentowności kontraktu, a w skrajnych przypadkach nawet zakończenia projektu stratą. Wysoka wartość tych kontraktów i stopień złożoności technologicznej powoduje, że w razie niedotrzymania zaoferowanych parametrów inwestycji bądź opóźnienia przekazania bloku do eksploatacji kary naliczone przez inwestora może postawić spółkę o skali Rafako w bardzo trudnej sytuacji finansowej. Ryzyko wiąże się także z potrzebą formowania konsorcjów celem realizacji tak wymagających kontraktów. W związku z odpowiedzialnością solidarną konsorcjantów, może dojść do sytuacji, w której spółka pomimo prawidłowego wykonania swojego zakresu robót jest zmuszona do pokrycia strat wynikających np. z bankructwa jednego z konsorcjantów, który nie wypełnił kontraktu.

## Problemy z rozpoczęciem projektu w Opolu

Pomimo, iż podpisanie kontraktu na budowę bloku w Opolu miało miejsce w lutym 2012 roku, do dzisiaj formalnie nie rozpoczęto projektu, na co wpływ ma przede wszystkim zamieszanie wokół decyzji środowiskowej dla projektu, bez której nie można rozpocząć prac budowlanych. Naczelny Sąd Administracyjny 2 października 2012 roku uchylił decyzję WSA i nakazał tej instytucji ponowne rozpatrzenie wniosku, tym razem zgodnie z wytycznymi NSA. Wyrok NSA sprawia, iż na obecną chwilę decyzja środowiskowa dla bloków w Opolu ma moc prawną i PGE może wydać polecenie rozpoczęcia prac, a więc fizycznie rozpocząć kontrakt. PGE zadeklarowało, że kontynuuje proces inwestycyjny w Opolu, niemniej jednak ciężko oczekiwać, aby inwestor podjął decyzję przed otrzymaniem pisemnego uzasadnienia wyroku NSA i jego wytycznych dla WSA. Wziąwszy pod uwagę wyrok NSA i determinację Ministerstwa Skarbu do zrealizowania inwestycji w Opolu, uważamy iż ryzyko anulowania kontraktu jest w tej chwili nieznaczące.

## Historyczna szansa dla Rafako

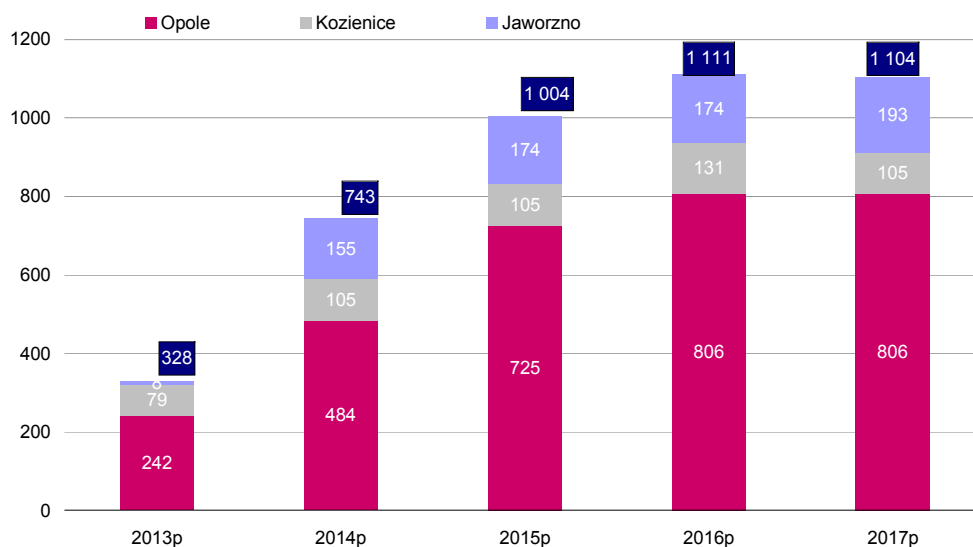
Dla Rafako nadchodzące inwestycje energetyczne w Polsce mogą stanowić moment przełomowy w rozwoju spółki. Zwłaszcza projekt w Opolu, gdzie spółka pełni funkcję lidera konsorcjum, jest krytycznym dla Rafako nie tylko pod kątem finansowym, ale przede wszystkim pod kątem rozwoju technologicznego i referencji. Jeżeli Rafako uda się przeprowadzić projekt opolski z sukcesem, to awansuje do elitarnego grona wykonawców ultranowoczesnych bloków energetycznych i będzie mogło liczyć na zlecenia także poza Polską. Jeżeli natomiast projekt w Opolu zakończy się porażką to spółka, o ile uda jej się przetrwać, zostanie skazana na powrót do roli podwykonawcy dla firm jak Alstom czy Hitachi.

Zakładamy, że poza Opolem, Rafako będzie zaangażowane także w projektach Kozienicach i Jaworznie. W Kozienicach liczymy na kontrakt podwykonawczy, natomiast w Jaworznie spółka ma ciągle szanse na rolę generalnego wykonawcy, jak i na kontrakty podwykonawcze w razie zwycięstwa pozostałych konsorcjów (z wyjątkiem zwycięstwa konsorcjum Alstom, z którym Rafako pozostaje w sporze). Niemniej jednak przewidujemy że projekty energetyczne będą głównym motorem wzrostu i umożliwią Rafako osiągnięcie kolejnego etapu rozwoju.

### Przychody

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami od 2015 roku przychody z trzech kontraktów będą stanowiły ponad połowę przychodów Rafako, a w 2016 będą równe sprzedaży spółki w 2011 roku. Warto zwrócić uwagę, iż w razie urzeczywistnienia się udziału Rafako w projektach w Kozienicach i Jaworznie zrealizowane przez spółkę przychody z tytułu realizacji tych projektów powinny być wyższe.

#### Przychody Rafako z budowy nowych bloków węglowych

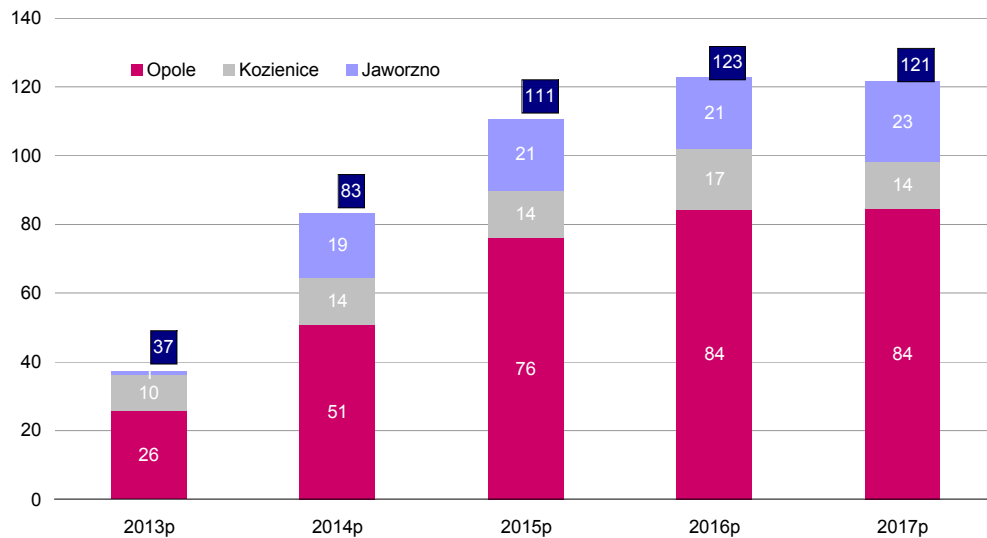


Źródło: Millennium DM

### Zyski

Marża osiągnięta na projektach energetycznych będzie istotnym czynnikiem wpływającym na wyniki całej firmy. Dla projektu w Opolu założyliśmy wyjściową marżę brutto na sprzedaży na poziomie 11% wobec 13.4% marży odnotowanej przez Rafako w 2011 roku na całości swojej sprzedaży. Z drugiej strony zakładamy wyższą -13% - marżę na projekcie w Kozienicach, gdzie Rafako będzie najprawdopodobniej dostarczało wyspecjalizowane części wyspy kotłowej, czyli produkty z zakresu swojego core business. W przypadku wygranej w przetargu w Jaworznie założyliśmy wyjściową marżę brutto na poziomie 12%.

## Zysk brutto na sprzedaży z trzech flagowych projektów

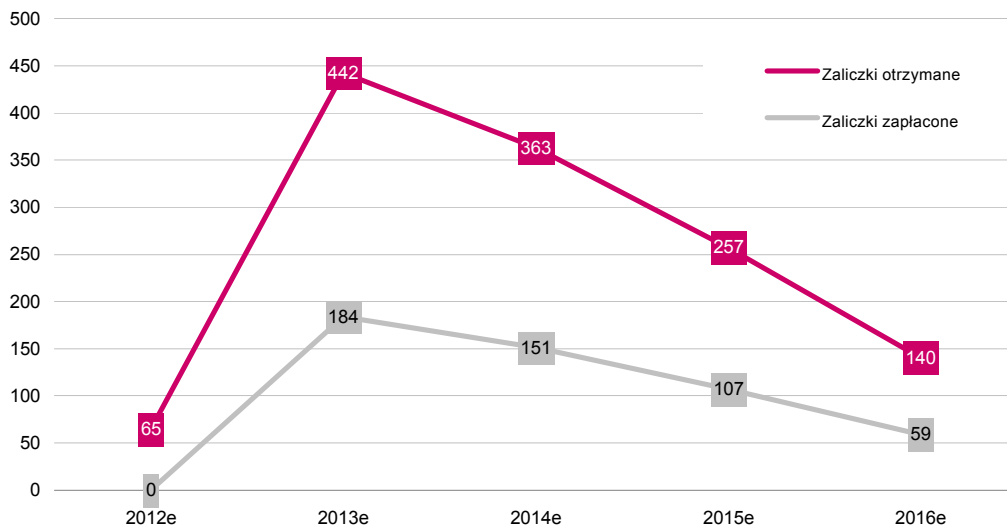


Źródło: Millennium DM

## Przepływy pieniężne

O ile Rafako zacznie raportować pierwsze istotne przychody z tytułu projektów w Opolu, Kozienicach i Jaworznie dopiero w 2014 roku, to przepływy pieniężne z tych projektów uderzą w bilans Rafako z potrątną siłą już w 2013 roku, kiedy spodziewamy się formalnego rozpoczęcia projektów i co za tym idzie uruchomienia procesu wypłaty zaliczek. Z drugiej strony oczekujemy, że około połowa przedpłat trafi do dostawców i podwykonawców Rafako.

## Prognozowane zaliczki na trzech flagowych projektach energetycznych



Źródło: Millennium DM, zaliczki dotyczą projektów w Opolu, Kozienicach i Jaworznie

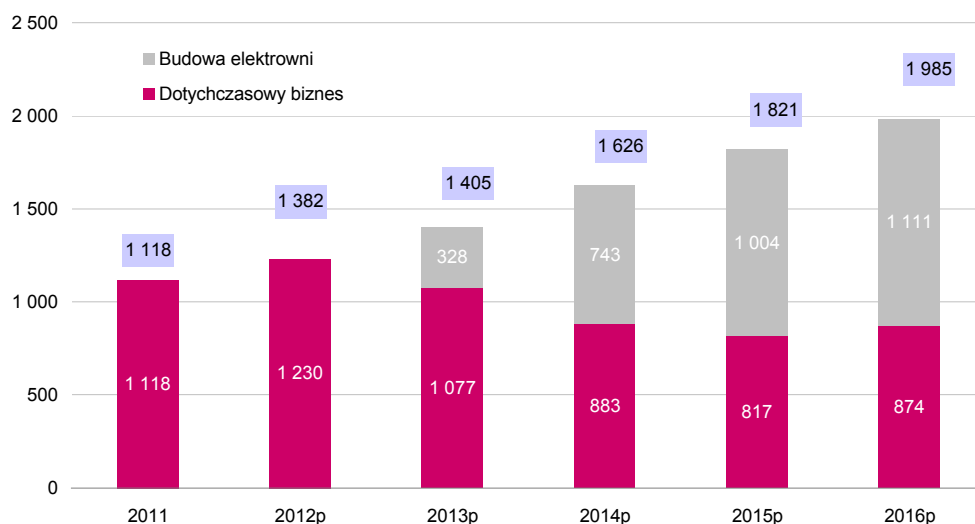
## Prognozy finansowe

Raportowane wyniki Rafako za 2012 rok będą w dużej mierze zakłócone przez jednorazowe zdarzenia, co pokazały już wyniki za I półrocze. Z jednej strony in minus odbiła się na nich konsolidacja w I poł. wyników Energomontażu Południe oraz odpis należności, a z drugiej in plus ugoda z Hitachi, która oprócz otrzymania odszkodowania gotówkowego pozwoliła spółce na rozwiązanie wcześniej utworzonych rezerw dotyczących wspólnych projektów z HPE. Według naszych prognoz Rafako będzie systematycznie poprawiało swoje wyniki finansowe wraz z rozwojem programu inwestycyjnego i w 2016 roku przełamie barierę 100 mln PLN zysku netto.

### Przychody

Oczekujemy, iż przychody Rafako będą przez najbliższe 5 lat będą średnio rosły w tempie 12% r/r. Zgodnie z naszymi założeniami Spółka do 2016 roku niemalże podwoi skalę prowadzonej działalności i osiągnie sprzedaż na poziomie 1.985 mld PLN, co oznacza wzrost o 78% w stosunku do 2011 roku.

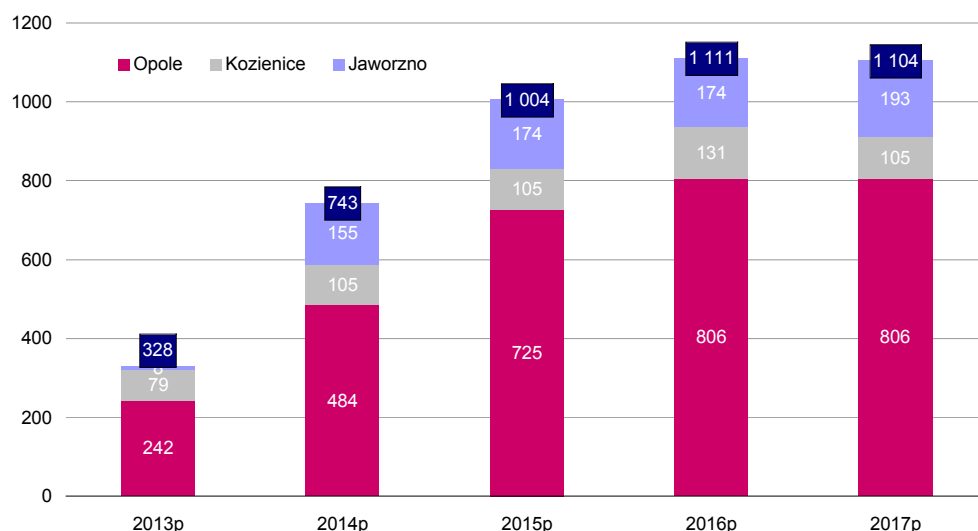
#### Struktura przychodów Rafako w latach 2011-2016 (mln PLN)



Źródło: Millennium DM

Głównym motorem wzrostu przychodów w najbliższych latach będą projekty budowy nowych elektrowni węglowych w Polsce. Oczekujemy, że obecny biznes Rafako (kotły, wyspy kotłowe, elementy ciśnieniowe kotłów, instalacje środowiskowe czy wymienniki), będzie musiał się skurczyć w perspektywie najbliższych trzech lat o ok. 40%, jako że duża część zasobów spółki będzie w tym czasie poświęcona flagowym projektom, jak Opole, Kozienice czy Jaworzno, które mają pomóc Rafako w osiągnięciu kolejnego etapu rozwoju. Według naszych prognoz sam projekt w Opolu w szczycie zaawansowania w roku 2016 wygeneruje sprzedaż na poziomie ponad 800 mln PLN. Przychody z projektu w Kozienicach oraz Jaworzna zostały oszacowane zgodnie z przyjętym przez nas prawdopodobieństwem uzyskania przez Rafako tych zleceń (szczegóły na str. 5-6 raportu).

## Przychody Rafako z budowy nowych bloków węglowych



Źródło: Millennium DM

W swoich prognozach uwzględniliśmy realizację projektu w Opolu, jak również założyliśmy 75% prawdopodobieństwo zdobycia zlecenia rządu 700 mln PLN w Kozienicach od Hitachi, a także 25% szanse na zwycięstwo konsorcjum Rafako-Mostostal Warszawa w przetargu na kontrakt w Jaworznie, gdzie ostateczne oferty zostaną złożone 19 października.

## Rentowność

Przewidujemy, że w okresie prognozy Rafako podwoi raportowany zysk netto z 58 mln PLN w 2011 roku do 107 mln PLN w 2016 roku. Oczekujemy, iż pomimo spadającej marży brutto, w wyniku realizacji niżej marżowych dużych projektów energetycznych (Opole, Kozienice, Jaworzno), Rafako będzie w stanie poprawić marżę netto, dzięki efektom skali i dźwigni operacyjnej, a także przychodom finansowym.

## Zyski i wskaźniki rentowności Rafako w okresie prognozy

mIn PLN	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
Przychody	960.3	1 143.1	1 118.5	1 382.3	1 404.8	1 625.9	1 820.8	1 984.8
Zysk na sprzedaży	118.1	141.6	147.7	185.9	183.6	203.1	221.8	241.6
marża na sprzedaży	12.3%	12.4%	13.2%	13.5%	13.1%	12.5%	12.2%	12.2%
EBIT	53.4	65.6	64.3	72.6	92.7	92.7	107.6	124.2
marża EBIT	5.6%	5.7%	5.7%	5.3%	6.6%	5.7%	5.9%	6.3%
EBITDA	67.1	77.5	77.0	90.3	107.7	109.0	124.9	142.3
marża EBITDA	7.0%	6.8%	6.9%	6.5%	7.7%	6.7%	6.9%	7.2%
Zysk netto	37.7	48.0	58.4	69.4	77.4	82.7	94.2	107.4
marża netto	3.9%	4.2%	5.2%	5.0%	5.5%	5.1%	5.2%	5.4%

Źródło: Millennium DM

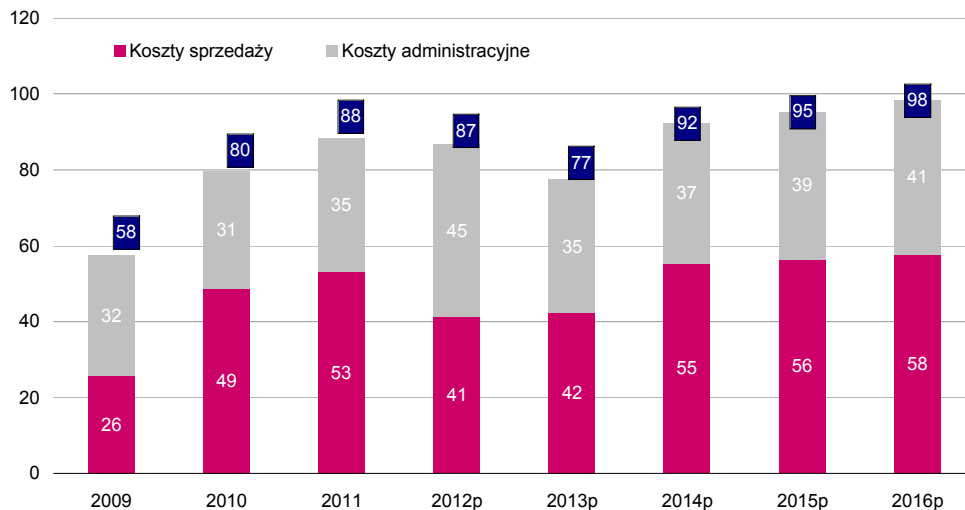
## Niewielkie obniżenie marży brutto

Szacujemy, że zysk brutto na sprzedaży będzie rósł wraz z rosnącą skalą działalności dzięki nowym projektom typu Opole, Kozienice czy Jaworzno. Zakładamy, że wyjściowa marża na wysokowartościowych kontraktach będzie niższa od tej osiągniętej w roku 2011 (13.4%) i będzie wynosiła między 11 a 13%. W naszych prognozach założyliśmy stały kurs EUR/PLN na poziomie 4.12. W przypadku umacniania się polskiej waluty marża raportowana na flagowych kontraktach energetycznych powinna także rosnąć.

### Dźwignia operacyjna wesprze marżę EBIT

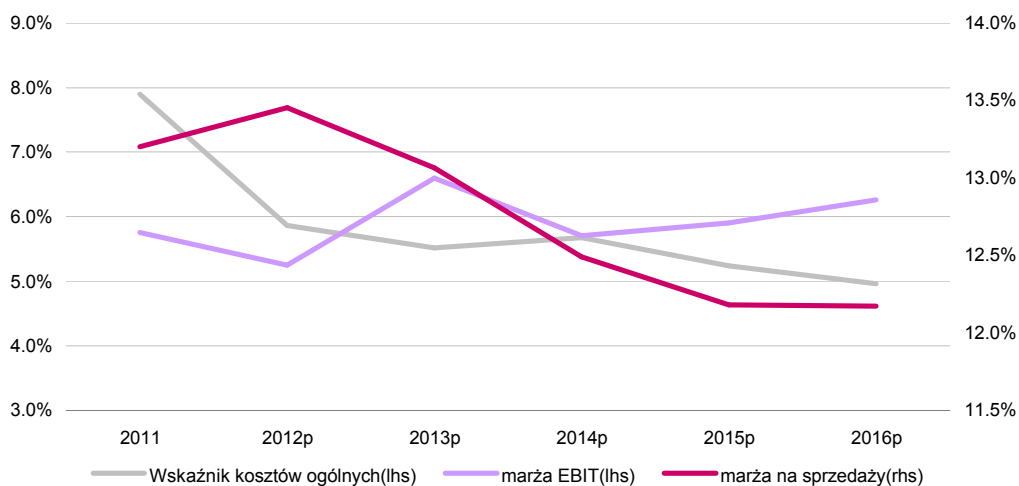
Oczekujemy niższego tempa wzrostu kosztów ogólnych Rafako w stosunku do tempa wzrostu przychodów, co przełoży się na wyższą marżę EBIT. Koszty ogólne w latach 2010-2012 były przede wszystkim obciążone kosztami przygotowań ofert do wielomiliardowych przetargów. W 2011 roku koszty te zostały również zawyżone o ok. 10 mln PLN z tytułu rezerwy na koszty postępowania arbitrażowego przeciwko Alstomowi. W 2012 roku koszty administracyjne i koszty sprzedaży będą zawyżone o ok. 14 mln PLN z tytułu konsolidacji w I połowie roku spółki Energomontaż Południe, nad którą Rafako utraciło kontrolę z dniem 13 czerwca 2012 roku. Oczekujemy, że wskaźnik kosztów ogólnych będzie w najbliższych latach dążył do wartości z 2008 roku, kiedy suma kosztów ogólnych stanowiła 4.9% przychodów.

### Koszty ogólne Rafako w latach 2009-2016 (mln PLN)



Źródło: Millennium DM

### Działanie dźwigni operacyjnej w Rafako w okresie prognozy

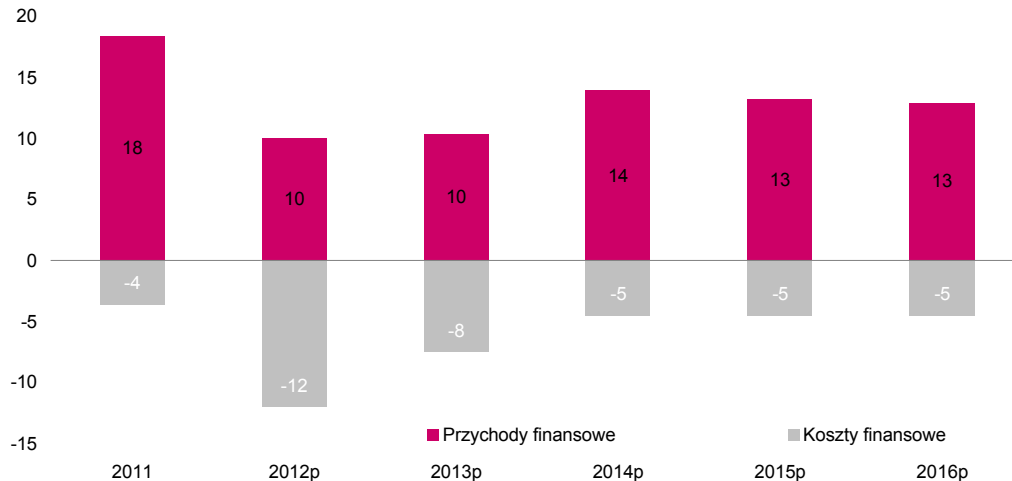


Źródło: Millennium DM

## Przychody finansowe

Detioracja pozycji gotówkowej i Rafako która miała miejsce w IV kw. 2011 oraz w I połowie 2012, spowodowała wzrost kosztów finansowych w 2012 roku. Niemniej wraz ze spodziewanym przez nas odwróceniem pozycji płynnościowej Rafako w 2013 roku, wyniki netto powinny być wspomagane przez przychody uzyskiwane z działalności finansowej, tak jak to miało miejsce przed 2012 rokiem.

### Przychody i koszty finansowe Rafako w latach 2011-2016 (mln PLN)

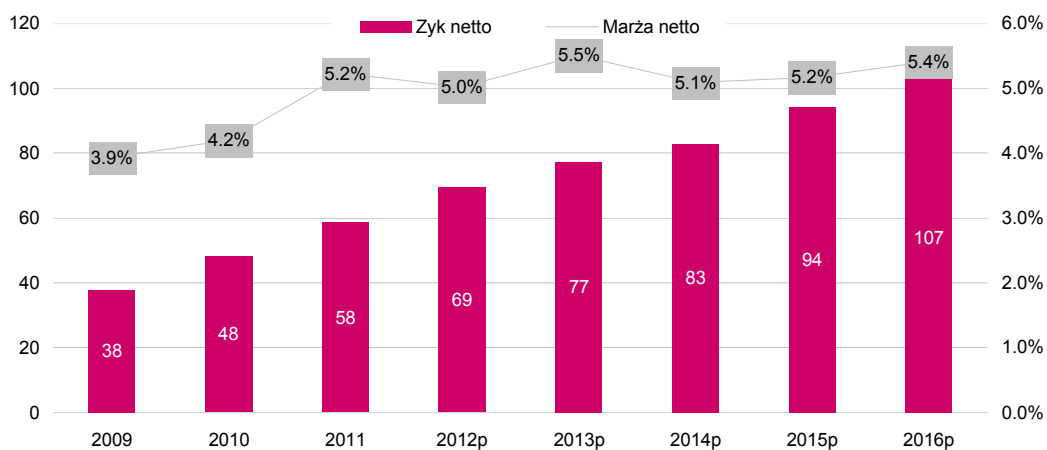


Źródło: Rafako, Millennium DM

## Zysk netto: cel 100 mln PLN

Projekty w Opolu, Koźmierzach i Jaworznie stwarzają ogromną szansę dla Rafako, aby osiągnąć kolejny etap rozwoju spółki i zyskać referencje w zakresie budowy nowoczesnych bloków węglowych. Realizacja wielomiliardowych inwestycji pozwoli Rafako na osiągnięcie progu 100 mln zysku netto w roku 2016 kiedy trzy projekty budowy nowych bloków węglowych osiągną swoje apogeum. Oczekujemy, że opisane wyżej efekty skali a także odbudowa pozycji gotówkowej, pozwoli spółce na utrzymanie marży netto powyżej 5% pomimo zakładanego spadku rentowności na poziomie zysku na sprzedaży.

### Zysk netto i marża netto Rafako w latach 2009-2016 (mln PLN)



Źródło: Millennium DM

## Ryzyka dla naszych prognoz

Największy element ryzyka dla naszych prognoz stanowi możliwość odstąpienia PGE od realizacji projektu budowy dwóch bloków węglowych w Opolu. Po ostatniej decyzji NSA uważamy jednak takie ryzyko za znikome. Na obecną chwilę nasz bazowy scenariusz zakłada rozpoczęcie inwestycji w Opolu w 2013 roku. Również gdyby Rafako nie udało się zdobyć żadnych zleceń przy okazji kontraktów w Koźmierzach i Jaworznie, odbiłoby się to negatywnie na możliwości wypełnienia naszych prognoz. Nieprawidłowe wykonanie kontraktu w Opolu, chociażby z winy konsorcjantów, mogłoby także pociągnąć za sobą bardzo negatywne skutki finansowe dla Rafako i w czarnym scenariuszu zagrożeniu istnieniu tej firmy.



# Wycena spółki

## Podsumowanie wyceny

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Rafako od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 12.7 PLN za akcje. Wyceny spółki dokonaliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą w oparciu o mnożniki P/E (cena/ zysk) i EV/EBITDA (wartość przedsiębiorstwa/EBITDA). Obydwu metodom przyporządkowaliśmy równe wagi 50%. Nasze wyceny wskazują wartość godziwą kapitałów własnych Rafako na poziomie 883 mln PLN, stąd nasza cena docelowa dla akcji Rafako na poziomie 12.7 PLN, co implikuje 37% potencjał wzrostu. Nasza rekomendacja brzmi KUPUJ.

## Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena (mln PLN)	Wycena na 1 akcję (PLN)
Wycena DCF	899	12.9
Wycena porównawcza	866	12.4
<b>Cena docelowa</b>	<b>883</b>	<b>12.7</b>
Cena rynkowa	<b>644</b>	<b>9.3</b>
Potencjał wzrostu		37%

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- Wolne przepływy gotówkowe obliczyliśmy na podstawie prognoz wyników dla spółki za okres 2H 2012-2016,
- Do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych,
- Długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2016 roku na poziomie 5.0%,
- Premia rynkowa za ryzyko równa 5% przy premii kredytowej równej 1%
- Współczynnik beta na poziomie 1.0,
- Ustaliliśmy stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2016 na 0.5%,
- Przyjęliśmy założenie o wypłaceniu dywidendy przez Rafako na poziomie 50% zysku netto z 2012 roku. Od 2013 zakładamy, iż Rafako będzie wypłacało 80% zysku netto w formie dywidendy.

(mln PLN)	2H2012	2013	2014	2015	2016	>2016
Sprzedaż	635	1 405	1 626	1 821	1 985	
Stopa podatkowa (T)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	
NOPLAT	38.0	75.1	75.1	87.1	100.6	
Amortyzacja	6.4	15.0	16.3	17.3	18.0	
Inwestycje	-10.0	-25.0	-20.0	-15.0	-15.0	
Zmiana kap.obrotowego	15.0	247.7	-30.2	-46.3	-30.6	
FCF	49.4	312.9	41.2	43.1	73.0	73.4
Zmiana FCF		533%	-87%	5%	69%	0.5%
Dług/Kapitał	39.9%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
Stopa wolna od ryzyka	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	5.0%
Premia kredytowa	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Premia rynkowa	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
Koszt długu	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%	6.0%
Koszt kapitału	9.4%	9.4%	9.3%	9.2%	9.2%	10.0%
WACC	8.6%	9.0%	8.9%	8.8%	8.8%	9.6%
PV (FCF)	47.4	275.8	33.3	32.0	49.9	549.2
Wartość przedsiębiorstwa (mln PLN)	988					
FCF 2012-2016	438					
Wartość rezydualna	549					
(Dług) Gotówka netto	-89					
Wycena kapitałów własnych (mln PLN)	899					
Liczba akcji (mln)	69.6					
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>12.9</b>					

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Metodą DCF wyceniamy wartość kapitałów własnych Rafako na 899 mln PLN, co implikuje wartość akcji na poziomie 12.9 PLN.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na w/w parametry.

### Wrażliwość wyceny DCF na przyjęte założenia

rezydualna stopa wzrostu g	beta					
	0.5	0.8	1.0	1.3	1.5	
-1.0%	14.6	13.0	11.7	10.7	9.8	
0.0%	15.9	14.0	12.5	11.3	10.3	
0.5%	16.8	14.6	<b>12.9</b>	11.6	10.6	
1.0%	17.8	15.3	13.4	12.0	10.9	
2.0%	20.2	16.9	14.6	12.9	11.5	

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

## Wycena metodą porównawczą

Na bazie metody porównawczej oszacowaliśmy wartość RAFAKO na 12.4 PLN za akcje, co implikuje mnożniki P/E 12.5x na rok 2012, 11.2x na rok 2013 i 10.5x na rok 2014 oraz EV/EBITDA na poziomach 10.2x, 5.9x i 5.8x odpowiednio na lata 2012,2013 i 2014.

Do grupy porównawczej wybraliśmy spółki produkujące urządzenia i świadczące usługi dla branży energetycznej. Uważamy porównywanie Rafako do polskich spółek budowlanych jak Polimex, Budimex czy PBG za niemięrodajne ze racji różnicy w specyfice branż. Dlatego do naszej grupy porównawczej włączyliśmy takie spółki jak m.in. Alstom (główny konkurent Rafako w Polsce), Foster Wheeler (jeden z głównych dostawców technologii dla energetyki na świecie) czy Babcock&Wilcox (jeden z głównych producentów kotłów na świecie). Uważamy, że dyskonto z tytułu istotnie mniejszej skali działalności Rafako względem tych zagranicznych spółek powinno być w oczach inwestorów zneutralizowane przez znacznie lepsze perspektywy Rafako na poprawę wyników finansowych. Do grupy spółek porównywalnych włączyliśmy także Elektrobudowę, jako spółkę najbliższą profilowi Rafako notowaną na GPW.

### Wycena porównawcza Rafako

Spółka	Kraj	Kapitalizacja mln EUR	P/E			EV/EBITDA		
			2012	2013	2014	2012	2013	2014
Elektrobudowa	Polska	106	13.7	12.0	10.8	8.5	7.7	6.4
Shanghai Electric Group	Chiny	6 280	13.8	12.9	15.5	6.8	6.2	7.0
Alstom	Francja	7 366	8.1	7.5	6.6	5.5	5.2	4.8
Babcock&Wilcox	USA	2 430	14.1	12.1	11.3	7.0	6.0	6.0
Foster Wheeler	Szwajcaria	1 520	14.8	11.7	10.1	6.7	5.8	5.2
Wartsila	Finlandia	4 740	15.9	14.8	13.1	10.1	9.4	8.6
Doosan Heavy Industries	Korea Płd.	4 410	9.1	7.2	n.a.	10.9	10.1	n.a.
Mediana			13.8	12.0	11.0	7.0	6.2	6.2

Gotówka (Dług) netto:				-39.7	237.3	224.2
Wyniki spółki (mln PLN)	69.4	77.4	82.7	90.3	107.7	109.0

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (PLN/akcja)	13.7	13.3	13.1	8.5	13.1	12.9
---	------	------	------	-----	------	------

**Wycena na 1 akcję** **12.4**

Źródło: Bloomberg, Millennium Dom Maklerski S.A.

Wartość spółki Rafako metodą porównawczą obliczamy przy pomocy mnożników P/E i EV/EBITDA na lata 2012,2013 i 2014. Każdemu z sześciu mnożników przypisujemy równą wagę. Przy zastosowaniu powyżej opisanej metodologii wyceniliśmy akcje Rafako na 12.4 PLN.

## Obecna wycena Rafako

Pomimo ostatnich wzrostów kursu akcji, Rafako ciągle notowane jest z istotnym ponad 30% dyskontem do grupy porównawczej w oparciu o wskaźnik P/E na wszystkie analizowane lata. Zważywszy na ponadprzeciętne perspektywy wzrostu Rafako, jak i wyższe ROE niż u konkurencji, uważamy to dyskonto za nieuzasadnione. Na poziomie mnożników EV/EBITDA Rafako wycenione jest fair jedynie jeśli przyjąć, że ostatnio zaraportowany poziom długu netto (89 mln PLN) jest reprezentatywny dla spółki i będzie utrzymywany w dłuższej perspektywie. W naszej opinii nie jest to błędne podejście, zważając na historyczne poziomy gotówki netto w Rafako oraz zwracając uwagę zwłaszcza na 142 mln PLN zaparkowane w PGE i GdF Suez w postaci kaucji na projektach w Opolu i Połańcu, które powinny zostać zwrócone do spółki.

Bazując na tak skonstruowanych mnożnikach EV/EBITDA (wariant \*\*) widzimy, że Rafako jest obecnie wyceniane z dwucyfrowym dyskontem do grupy porównawczej na wynikach 2013 i 2014 roku. Dodatkowo jeżeli weźmiemy pod uwagę prognozowane wartości długu netto, gdzie spodziewamy się istotnego odwrócenia pozycji gotówkowej Rafako w 2013 roku i powrót do dodatniej pozycji cash/debt powyżej 200 mln PLN to okazuje się, iż na mnożnikach EV/EBITDA na latach 2013 i 2014 dyskonto obecnej wyceny rynkowej Rafako do grupy porównawczej wynosi ponad 40%. Warto także podkreślić, iż mnożniki na rok 2012 są w dużej mierze zakłócone przez zdarzenia jednorazowe, stąd ich reprezentatywność pozostaje ograniczona.

### Obecna wycena rynkowa Rafako na mnożnikach P/E i EV/EBITDA

	P/E			EV/EBITDA*			EV/EBITDA**			EV/EBITDA***		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Rafako	9.3	8.3	7.8	8.1	6.8	6.7	6.6	5.5	5.4	7.6	3.8	3.8
vs grupa porównawcza	-33%	-31%	-29%	15%	9%	8%	-7%	-12%	-12%	8%	-39%	-38%
vs WIG Budownictwo	-67%	-6%	-5%	21%	13%	17%	-2%	-9%	-5%	13%	-37%	-33%
vs Bloomberg C&E	-32%	-21%	-19%	28%	9%	15%	3%	-12%	-8%	19%	-39%	-34%

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A., \* na bazie długu netto z 30.06.2012\*\* na bazie dług netto zmodyfikowanego o wartość kaucji 142 mln PLN,

\*\*\* na bazie prognozowanego długu netto dla odpowiedniego roku

## Wyniki finansowe

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
<b>przychody netto</b>	<b>960</b>	<b>1 143</b>	<b>1 118</b>	<b>1 382</b>	<b>1 405</b>	<b>1 626</b>	<b>1 821</b>	<b>1 985</b>
koszty wytworzenia	842	1 002	971	1 196	1 221	1 423	1 599	1 743
zysk brutto na sprzedaży	118.1	141.6	147.7	185.9	183.6	203.1	221.8	241.6
koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	57.6	79.6	88.3	86.6	77.4	92.3	95.3	98.4
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-7.1	3.7	4.9	-26.7	-13.4	-18.1	-18.8	-18.9
<b>EBITDA</b>	<b>67.1</b>	<b>77.5</b>	<b>77.0</b>	<b>90.3</b>	<b>107.7</b>	<b>109.0</b>	<b>124.9</b>	<b>142.3</b>
<b>EBIT</b>	<b>53.4</b>	<b>65.6</b>	<b>64.3</b>	<b>72.6</b>	<b>92.7</b>	<b>92.7</b>	<b>107.6</b>	<b>124.2</b>
saldo finansowe	-1.2	-3.6	14.5	-5.3	2.8	9.4	8.7	8.4
zysk przed opodatkowaniem	52.2	62.0	78.8	69.2	95.5	102.1	116.3	132.6
podatek dochodowy	13.4	12.3	19.7	37.4	18.1	19.4	22.1	25.2
korekty udziałów mniejszościowych	-1.1	-0.7	0.7	-37.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>zysk netto</b>	<b>37.7</b>	<b>48.0</b>	<b>58.4</b>	<b>69.4</b>	<b>77.4</b>	<b>82.7</b>	<b>94.2</b>	<b>107.4</b>
EPS	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5

### Bilans (mln PLN)

	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
<b>aktywa trwałe</b>	<b>212.4</b>	<b>223.8</b>	<b>528.2</b>	<b>347.4</b>	<b>357.3</b>	<b>361.0</b>	<b>358.7</b>	<b>355.7</b>
wartości niematerialne i prawne	10.8	12.6	127.4	13.7	12.0	10.4	8.7	7.0
rzeczowe aktywa trwałe	164.3	163.0	166.7	190.8	202.4	207.8	207.1	205.8
inwestycje długoterminowe	5.0	5.1	97.2	111.5	111.5	111.5	111.5	111.5
<b>aktywa obrotowe</b>	<b>580.3</b>	<b>724.0</b>	<b>857.4</b>	<b>906.8</b>	<b>1 192.1</b>	<b>1 156.5</b>	<b>1 143.8</b>	<b>1 148.7</b>
zapasy	28.3	31.7	112.6	39.2	42.5	49.6	55.7	60.7
należności	296.2	485.4	519.1	696.8	638.0	640.8	681.7	725.6
inwestycje krótkoterminowe	255.0	204.5	225.4	170.3	327.5	314.4	298.4	302.9
<b>aktywa razem</b>	<b>793.0</b>	<b>948.2</b>	<b>1 386.1</b>	<b>1 255.4</b>	<b>1 550.8</b>	<b>1 518.9</b>	<b>1 503.9</b>	<b>1 505.8</b>
kapitał własny	359.2	390.4	409.4	478.9	518.4	539.2	567.2	599.3
zobowiązania	420.2	548.5	920.4	766.5	1 022.4	969.7	926.7	896.4
dług	16.1	4.7	126.4	210.0	90.1	90.1	90.1	90.1
zobowiązania handlowe	110.4	184.1	246.8	223.2	224.2	272.9	306.7	334.3
rozł. międzyokresowe	232.5	289.7	346.2	242.1	616.9	515.5	438.7	380.8
<b>pasywa razem</b>	<b>793.0</b>	<b>948.2</b>	<b>1 386.1</b>	<b>1 255.4</b>	<b>1 550.8</b>	<b>1 518.9</b>	<b>1 503.9</b>	<b>1 505.8</b>
BVPS	5.16	5.61	5.88	6.88	7.45	7.75	8.15	8.61

Źródło: Prognozy Millennium DM

## Cash flow (mln PLN)

	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
wynik netto	37.7	48.0	58.4	69.4	77.4	82.7	94.2	107.4
amortyzacja	13.6	11.9	12.7	17.7	15.0	16.3	17.3	18.0
zmiana kapitału obrotowego	-48.6	-119.9	146.2	-257.7	247.7	-30.2	-46.3	-30.6
<b>gotówka z działalności operacyjnej</b>	<b>3.8</b>	<b>-77.1</b>	<b>227.5</b>	<b>-209.8</b>	<b>337.3</b>	<b>59.4</b>	<b>56.5</b>	<b>86.4</b>
inwestycje (capex)	-14.4	-15.0	-173.2	-78.0	-25.0	-20.0	-15.0	-15.0
<b>gotówka z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0.4</b>	<b>148.2</b>	<b>-165.0</b>	<b>-69.6</b>	<b>-14.7</b>	<b>-6.1</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.1</b>
wypłata dywidendy	-10.4	-20.9	-39.7	0.0	-37.9	-61.9	-66.2	-75.3
zmiana zadłużenia	-5.2	-4.5	0.0	227.6	-120.0	0.0	0.0	0.0
odsetki	-0.5	-0.1	-0.1	-11.6	-7.5	-4.5	-4.5	-4.5
<b>gotówka z działalności finansowej</b>	<b>-16.7</b>	<b>-25.8</b>	<b>-39.5</b>	<b>209.2</b>	<b>-165.4</b>	<b>-66.4</b>	<b>-70.7</b>	<b>-79.9</b>
zmiana gotówki netto	-12.5	45.3	77.3	-70.2	157.2	-13.1	-16.0	4.5
DPS	0.15	0.30	0.57	0.00	0.54	0.89	0.95	1.08
FCFPS	-0.15	-1.32	0.78	-4.13	4.49	0.57	0.60	1.03

## Wskaźniki (%)

	2009	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p
zmiana sprzedaży	-14.6%	19.0%	-2.2%	23.6%	1.6%	15.7%	12.0%	9.0%
zmiana EBITDA	-5.8%	15.6%	-0.7%	17.3%	19.3%	1.2%	14.6%	13.9%
zmiana EBIT	-4.4%	22.8%	-2.0%	12.9%	27.7%	0.0%	16.0%	15.5%
zmiana zysku netto	n.a.	27.2%	21.7%	18.7%	11.5%	6.9%	13.8%	14.1%
marża EBITDA	7.0%	6.8%	6.9%	6.5%	7.7%	6.7%	6.9%	7.2%
marża EBIT	5.6%	5.7%	5.7%	5.3%	6.6%	5.7%	5.9%	6.3%
marża netto	3.9%	4.2%	5.2%	5.0%	5.5%	5.1%	5.2%	5.4%
sprzedaż/aktywa (x)	1.2	1.2	0.8	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3
dług / kapitał (x)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
odsetki / EBIT	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
stopa podatkowa	26%	20%	25%	54%	19%	19%	19%	19%
ROE	10.5%	12.3%	14.3%	14.5%	14.9%	15.3%	16.6%	17.9%
ROA	4.8%	5.1%	4.2%	5.5%	5.0%	5.4%	6.3%	7.1%
(dług) gotówka netto (mln PLN)	242.5	203.2	98.9	-39.7	237.3	224.2	208.2	212.7

Źródło: prognozy Millennium DM

## Departament Analiz

**Marcin Materna, CFA**  
Doradca Inwestycyjny  
+48 22 598 26 82  
marcin.materna@millenniumdm.pl

**Adam Kaptur**  
+48 22 598 26 59  
adam.kaptur@millenniumdm.pl

**Maciej Krefta**  
+48 22 598 26 88  
maciej.krefta@millenniumdm.pl

**Wojciech Woźniak**  
+48 22 598 26 58  
wojciech.wozniak@millenniumdm.pl

**Łukasz Siwek**  
+48 22 598 26 71  
lukasz.siwek@millenniumdm.pl

**Piotr Nawrocki**  
+48 22 598 26 05  
piotr.nawrocki@millenniumdm.pl

**Dyrektor**  
bank i finanse

**Analityk**  
branża spożywcza, handel

**Analityk**  
budownictwo, deweloperzy

**Analityk**  
przemysł elektromaszynowy

**Analityk**  
przemysł chemiczny

**Analityk**  
górnictwo i budownictwo

## Sprzedaż

**Radosław Zawadzki**  
+48 22 598 26 34  
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

**Arkadiusz Szumilak**  
+48 22 598 26 75  
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

**Marek Przytuła**  
+48 22 598 26 68  
marek.przytuła@millenniumdm.pl

**Jarosław Oldakowski**  
+48 22 598 26 11  
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

**Aleksandra Jastrzębska**  
+48 22 598 26 90  
aleksandra.jastrzewska@millenniumdm.pl

**Grażyna Mendrych**  
+48 22 598 26 26  
grazyna.mendrych@millenniumdm.pl

**Dyrektor**

**Millennium Dom Maklerski S.A.**  
**Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp**  
**02-593 Warszawa Polska**

Fax: +48 22 598 26 99    Tel. +48 22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
WNB - wynik na działalności bankowej  
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję  
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
EPS - zysk netto na 1 akcję  
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
NPL - kredyty zagrożone

### Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu  
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu  
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)  
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%  
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%  
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

### Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):  
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.  
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowość, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

### Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Aplisens, Ciech, Sygnyti, Wielton, Skyline, Hawe, Mieszko, PGE, Selena. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ciech, Gastel-Zurawie, Enel-Med od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A., spółka zależna Millennium Dom Maklerski S.A., posiada 6.45% akcji, Projprzem S.A., 5.79% akcji Bumech S.A. oraz 6.63% akcji Rainbow Tours S.A. Pomędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które bybyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

### Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.  
Niniejsza publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczy analiza. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

## Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

### Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w III kwartale 2012 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	3	20%
Akumuluj	8	53%
Neutralnie	4	27%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

### Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej\*

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	1	25%
Akumuluj	2	50%
Neutralnie	1	25%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

\*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora