

20 maja 2010

Aktualizacja raportu

**Budownictwo**

Polska

Cena bieżąca	12,60 PLN
Cena docelowa	14,00 PLN
Kapitalizacja	0,88 mld PLN
Free float	0,19 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	1,47 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Laris Investments	37,45%
BZ WBK AIB Asset Management	23,25%
Elektrim	12,47%
AVIVA OFE BZ WBK	5,07%
Pozostali	21,76%

Strategia dotycząca sektora

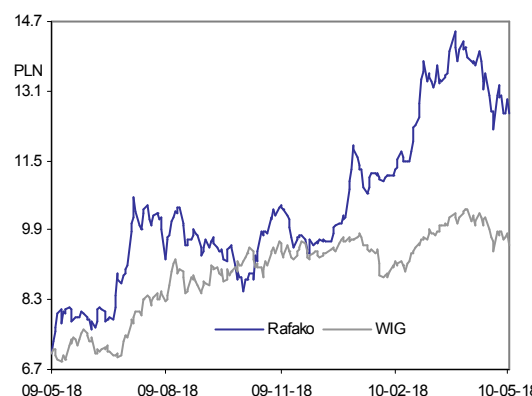
Wraz z malejącym udziałem kontraktów podpisanych w oparciu o ceny z roku 2008 w portfelu zamówień spółek, ryzyko inwestowania w spółki budowlane rośnie. Potencjał do zaskoczeń pozytywnych dostrzegamy w przypadku segmentu energetycznego. Na tle całej branży budowlanej, którą postrzegamy sceptycznie, rekomendujemy przeważanie konserwatywnie wycenianych spółek z ekspozycją na energetykę.

Profil spółki

Grupa Kapitałowa Rafako jest jednym z największych na rynku europejskim podmiotów zajmujących się produkcją kotłów energetycznych. W asortymencie spółki znajdują się także instalacje odsiarczania (IOS), elektrofiltry oraz m.in. elementy kotłów.

Ważne daty

31.08 - sprawozdanie finansowe PSr 2010
15.11 - sprawozdanie finansowe Q3 2010

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

(48 22) 697 47 41

maciej.stoklosa@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Rafako

RAFA.WA; RFK.PW

Akumuluj

(Podwyższona)

Dobre wyniki Q1 2010

Wyniki Q1 2010 są lepsze niż nasze oczekiwania, pomimo znacznych, utworzonych w Q1 2010 rezerw (łącznie 19,8 mln PLN). Teoretycznie, gdyby rezerwy obciążające wynik brutto na sprzedaży nie zostały utworzone, zysk netto Rafako w Q1 2010 mógłby wynieść nawet 26 mln PLN (skorygowana marża brutto: 18%). W praktyce jednak można wyrażać przypuszczenie, że stosowana przez spółkę polityka księgową zmierza do wygładzania zmienności wyniku operacyjnego i netto. Gdyby nie zaszła konieczność utworzenia rezerw w Q1 2010, Rafako prawdopodobnie bardziej konserwatywnie podeszłoby do wyceny bieżących kontraktów. Uważamy, że spółka nadal posiada duże, wręcz zbyt duże biorąc pod uwagę potrzeby, rezerwy, które mogą być w przyszłości uwolnione. Zwracamy uwagę m.in. na utrzymujące się bardzo wysokie saldo przychodów przyszłych okresów na bilansie i ostrożną politykę tworzenia rezerw. Naszym zdaniem duże rezerwy będą utrzymywane aż do potencjalnego zdobycia dużych kontraktów na budowę bloków energetycznych. Kontrakty na generalne wykonawstwo bloków na Siekierkach i w Opolu mogą być rozstrzygnięte pod koniec roku. Wcześniej przewidujemy rozstrzygnięcie przetargów na modernizację bloków 7-12 w Bełchatowie. Przetargi te podzielone są na pakiety do realizacji w ciągu 5 lat (1 blok na rok). Łączna wartość przetargów, z których wybrane mogą być rozstrzygnięte już w czerwcu, to 2-3 mld PLN. Z uwagi na rewizję wyceny w górę i spadek kursu akcji Rafako, podnosimy naszą rekomendację do akumuluj.

Struktura portfela zamówień Rafako

Rafako posiada dobry portfel długich kontraktów. Część kontraktów, m.in. na budowę instalacji odsiarczania, zostało zdobytych w warunkach ograniczonej konkurencji. Gorsza może być część krótszych kontraktów produkcyjnych, co związane jest z przejściowym spadkiem wolumenu zamówień (efekt spadku popytu i zaostrzenia konkurencji). Można zakładać, że około 100-150 mln PLN przychodów Rafako pochodzi z produkcji, reszta z usług generalnego wykonawstwa i innych usług. Z punktu widzenia przyszłych kontraktów na budowę bloków energetycznych, istotne jest, czy polskie firmy zaangażują się w ryzykowną ostrą walkę konkurencyjną, czy też nie. Zagraniczne podmioty powinny pozostać ostrożne.

Plany przejęcia PAK przez Rafako?

W PAK znajduje się obecnie jeden nowy blok 474 MW. Pozostałe bloki powinny być w najbliższym czasie zastąpione nowymi. Istnieje złożo węgla zaspakajające potrzeby bloku 474 MW przez kilkadziesiąt lat, pozostałe złoża jednak wyczerpią się za kilka lat. Koszt inwestycji modernizacyjnych w PAK-u i kopalniach znacznie przekracza możliwości finansowe Rafako. Sądzymy, że Rafako co najwyżej może myśleć o kupnie PAK-u w celu późniejszej odsprzedaży. Wydaje nam się, że Rafako nie będzie skłonne dużo zapłacić za PAK, co ogranicza prawdopodobieństwo transakcji.

(mln PLN)	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody	1 125,6	963,7	1 036,0	1 477,0	1 674,6
EBITDA	76,1	67,5	68,0	78,1	83,8
marża EBITDA	6,8%	7,0%	6,6%	5,3%	5,0%
EBIT	60,8	53,9	54,0	63,7	68,8
Zysk netto	-11,6	37,7	51,4	60,2	66,3
P/E	-	23,2	17,1	14,6	13,2
P/CE	233,9	17,1	13,4	11,7	10,8
P/BV	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6
EV/EBITDA	8,3	9,6	9,3	7,3	6,1
DYield	0,0%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Wyniki Q1 2010

Przychody okazały się o 13,1% wyższe od naszych oczekiwań i wyższe niż w roku ubiegłym. Marża brutto na sprzedaży wyniosła 11,2% (prognoza: 10,8%). Marża brutto skorygowana o rozwiązania rezerw netto (łącznie na kwotę 19,8 mln PLN) wynosi 18%. Niższe niż nasze oczekiwania okazały się koszty ogólne (12,2 mln PLN, prognoza: 14,8 mln PLN, Q1 2009: 13,5 mln PLN). Pozostałe przychody operacyjne netto wyniosły 1,0 mln PLN (oczekiwaliśmy 0,75 mln PLN pozostałych kosztów operacyjnych netto). Ostatecznie, EBIT był aż o 7,5 mln PLN wyższy, niż prognozowaliśmy.

Pozostałe koszty finansowe netto wyniosły 1,2 mln PLN (oczekiwaliśmy pozostałych przychodów finansowych netto w wysokości 4,4 mln PLN). Na odchylenie wyniku od prognoz wpływ miały głównie czynniki związane ze zmiennością kursu walut. Wynik różnic kursowych i wyceny instrumentów pochodnych wyniósł -1,3 mln PLN (oczekiwaliśmy +2,7 mln PLN). Efektywna stopa podatkowa wyniosła 24%, niższy o 0,35 mln PLN niż prognozowaliśmy był za to zysk akcjonariuszy mniejszościowych. Ostatecznie, wynik netto jest o 13,6% wyższy od naszych prognoz. Odchylenie na poziomie operacyjnym jest znacznie większe (wpływ wyższych przychodów, wyższych marż i niższych kosztów ogólnych).

Wyniki Rafako Q1 2010 vs. prognoza i konsensus PAP

(mln PLN)	Q1 2010	Q1 2010P	Różnica	Konsensus PAP	Różnica	Q1 2009	Zmiana
Przychody ze sprzedaży	237,1	209,6	13,1%	208,0	14,0%	211,5	12,1%
Zysk brutto ze sprzedaży	26,6	22,5	17,8%	-	-	36,3	-26,7%
Marża %	11,2%	10,8%	-	-	-	17,1%	-
EBIT	14,5	7,0	108,7%	6,0	142,1%	22,4	-35,2%
Marża %	6,1%	3,3%	-	-	-	10,6%	-
Zysk brutto przed opodatkowaniem	13,3	11,4	17,1%	-	-	13,0	2,5%
Marża %	5,6%	5,4%	-	-	-	6,1%	-
Zysk netto	10,1	8,8	13,6%	8,4	19,6%	8,8	14,2%
Marża %	4,2%	4,2%	-	-	-	4,2%	-

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako PAP

Ruchy na rezerwach w Q1 2010

(mln PLN)	Zwiększenia	Zmniejszenia	Netto zwiększenia
Straty na kontraktach	3,5	0,8	2,7
Nagrody i odpawy	0,0	0,0	0,0
Urlopy	1,0	0,0	1,0
Naprawy gwarancyjne	2,5	5,5	-3,0
Pozostałe koszty	0,1	0,1	-0,1
Podatek odroczoney	0,0	-0,1	0,1
Premie	4,0	0,0	4,0
Kontrakty budowlane	14,6	0,0	14,6
Pozostałe	0,0	-0,4	0,5
Suma	25,7	5,9	19,8

Źródło: DI BRE Banku S.A., Rafako PAP

W komentarzu do raportu za Q1 2010 spółka wypowiada się na temat możliwych czynników wpływających na wyniki Q2 2010. Są to m.in.:

- uzgodnienie przedmiotu roszczeń w ramach reklamacji zgłoszonej przez klienta zagranicznego (szacunkowe koszty reklamacji obciążą wyniki Q1 2010);
- ustalenie terminowości, rzeczywistego zakresu prac oraz kosztów prac reklamacyjnych dotyczących dwóch kontraktów zagranicznych (rezerwy obciążą wyniki Q4 2009);
- decyzja klienta zagranicznego w sprawie naliczenia kar za opóźnienia na jednym z kontraktów (rezerwa w maksymalnej kwocie ewentualnej kary została utworzona w Q3 2009);
- skutki negocjacji z partnerem konsorcjalnym w zakresie wzajemnych roszczeń dotyczących kosztów wykonania przez Rafako prac dla polskiego Klienta (możliwość rozwiązania części rezerw, jednak prawdopodobne jest, że negocjacje odbędą się dopiero w 2011 roku);
- rozpatrzenie sprawy sądowej na Ukrainie;
- skutki sporu z ING BSK w sprawie solidarnej odpowiedzialności z Elwo (rezerwa utworzona na całą kwotę potencjalnych roszczeń banku).

Zgodnie z naszymi informacjami, część kosztów reklamacyjnych związanych z kontraktami zagranicznymi to wynik problemów jakościowych. Problemy te związane są ze stosowaniem nowych stopów stali. Problemy ze spawaniem nowych stopów stali nie obce są tylko Rafako, ale i Energoinstalowi. Powinno się je traktować, jako problemy z implementacją nowych technologii, a nie jako argument za słabą jakością produktów spółki.

Wycena akcji Rafako

Akcje Rafako wyceniliśmy przy zastosowaniu metody DCF oraz metody porównawczej. Wyznaczona cena docelowa to 14,0 PLN/akcję. Wyznaczona cena docelowa jest o około 11,4% wyższa od ceny rynkowej, w związku z tym rekomendujemy akumulowanie akcji Rafako.

Wycena akcji Rafako

	Wycena 1 akcji	Udział metody w wycenie
Wycena metodą DCF	13,2	75%
Wycena metodą porównawczą	12,6	25%
Średnia	13,0	
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%	
Cena docelowa	14,0	

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 dyskontem w wysokości 0,7% w porównaniu do innych spółek budowlanych (średnia wskaźników P/E i EV/EBIDTA za lata 2010-2012).

Wycena porównawcza akcji Rafako

	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
Budimex	10,7	12,5	15,6	8,1	8,4	10,5
Elektrobudowa	16,5	14,9	12,7	10,2	8,8	7,3
Erbud	12,5	12,9	11,5	8,8	8,4	7,1
Mostostal Warszawa	13,9	14,4	12,9	7,7	7,3	6,2
PBG	16,0	16,1	15,4	10,9	10,8	10,1
Polimex Mostostal	14,7	14,2	9,3	8,7	8,0	5,7
Trakcja Polska	16,6	16,4	12,5	8,7	7,3	6,2
Unibep	15,3	14,4	13,9	10,1	8,4	7,9
Mediana	15,0	14,4	12,8	8,8	8,4	7,2
Rafako	17,1	14,6	13,2	9,3	7,3	6,1
Premia (dyskonto)	13,9%	1,0%	3,4%	5,6%	-12,9%	-15,2%
Waga wskaźnika	20,0%	20,0%	10,0%	20,0%	20,0%	10,0%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Wycena DCF

Założenia modelu

- Stopa wolna od ryzyka = 5,7% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa).
- Wzrost FCF po roku 2017 = 3%.
- Spadek marż w 2011 roku w wyniku zwiększenia udziału generalnego wykonawstwa w przychodach.
- Brak uwolnienia potencjalnych rezerw w latach przyszłych (założenie konserwatywne, przyjęte z uwagi na brak możliwości szacowania tego typu zdarzeń).



Model DCF

(mln PLN)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2019+	
Przychody ze sprzedaży	1 036,0	1 477,0	1 674,6	1 875,6	2 025,6	2 147,1	2 254,5	2 333,4	2 403,4	2 475,5		
zmiana	7,5%	42,6%	13,4%	12,0%	8,0%	6,0%	5,0%	3,5%	3,0%	3,0%		
EBITDA	68,0	78,1	83,8	92,6	99,3	104,6	107,0	110,1	110,5	112,1		
marża EBITDA	6,6%	5,3%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,7%	4,7%	4,6%	4,5%		
Amortyzacja	14,0	14,5	15,0	15,5	16,0	16,3	16,5	16,5	16,5	16,5		
EBIT	54,0	63,7	68,8	77,1	83,3	88,3	90,4	93,6	94,0	95,6		
marża EBIT	5,2%	4,3%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%		
Opodatkowanie EBIT	10,3	12,1	13,1	14,6	15,8	16,8	17,2	17,8	17,9	18,2		
NOPLAT	43,7	51,6	55,8	62,4	67,4	71,5	73,2	75,8	76,1	77,4		
CAPEX	-18,2	-20,2	-20,9	-21,7	-22,4	-20,4	-19,0	-19,0	-18,2	-16,5		
Kapitał obrotowy	-25,6	5,8	-2,4	-2,8	-3,5	-3,4	-3,7	-4,6	-4,6	-5,1		
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
FCF	14,0	51,6	47,4	53,4	57,5	64,0	67,0	68,7	69,8	72,3	74,5	
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
Współczynnik dyskonta	93,4%	84,4%	76,3%	68,9%	62,2%	56,2%	50,8%	45,9%	41,4%	37,5%		
PV FCF	13,1	43,6	36,2	36,8	35,8	36,0	34,0	31,5	28,9	27,1		
WACC	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%		
Koszt długu	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,8%		
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%		
Premia za ryzyko kredytowe	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%		
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Dług netto / EV	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%		
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	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)	980,1						Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	367,2						2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	322,9						WACC -1,0pp	13,6	13,9	14,3	14,7	15,2
Wartość firmy (EV)	690,1						WACC -0,5pp	13,5	13,9	14,2	14,7	15,2
Dług netto	-239,7						WACC	13,5	13,8	14,2	14,6	15,1
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0						WACC +0,5pp	13,5	13,8	14,2	14,6	15,1
Udziałowcy mniejszościowi	13,8						WACC +1,0pp	13,5	13,8	14,1	14,6	15,1
Wartość firmy	916,0											
Liczba akcji (mln.)	69,6											
Wartość firmy na akcję (PLN)	13,2											
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	7,9%											
Cena docelowa	14,2											
EV/EBITDA('09) dla ceny docelowej	10,9											
P/E('09) dla ceny docelowej	26,2											
Udział TV w EV	40%											

Rachunek wyników

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	777,2	1 137,5	1 125,6	963,7	1 036,0	1 477,0	1 674,6
<i>zmiana</i>	<i>54,5%</i>	<i>46,4%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-14,4%</i>	<i>7,5%</i>	<i>42,6%</i>	<i>13,4%</i>
Koszt własny sprzedaży	705,1	1 065,3	1 005,2	845,0	930,3	1 336,7	1 518,9
Zysk brutto na sprzedaży	72,1	72,2	120,4	118,7	105,7	140,3	155,7
<i>marża brutto na sprzedaży</i>	<i>9,3%</i>	<i>6,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>12,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,3%</i>
Koszty sprzedaży	-17,7	-18,2	-15,9	-25,6	-19,2	-28,8	-32,7
Koszty ogólnego zarządu	-22,4	-24,2	-24,6	-32,0	-29,5	-43,6	-49,4
Pozostała działalność operacyjna netto	-11,1	-7,7	-19,1	-7,2	-3,0	-4,3	-4,8
EBIT	20,9	22,1	60,8	53,9	54,0	63,7	68,8
<i>zmiana</i>	<i>45,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>175,6%</i>	<i>-11,3%</i>	<i>0,2%</i>	<i>17,9%</i>	<i>8,1%</i>
<i>marża EBIT</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,1%</i>
Wynik na działalności finansowej	-3,8	-3,7	-11,9	-1,7	10,9	12,7	15,4
Udział w zysku jednostek stowarzyszonych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	17,2	18,4	48,9	52,2	64,9	76,4	84,2
Podatek dochodowy	-3,9	-5,8	-11,5	-13,4	-12,3	-14,5	-16,0
Zysk netto z działalności kontynuowanej	17,2	18,4	37,4	38,8	52,5	61,9	68,2
Strata z działalności zaniechanej			-50,3				
Zysk akcjonariuszy mniejszościowych	0,6	0,4	-1,4	1,1	1,2	1,7	1,9
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	37,7	51,4	60,2	66,3
<i>zmiana</i>	<i>-</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-195,2%</i>	<i>-425,3%</i>	<i>36,1%</i>	<i>17,2%</i>	<i>10,2%</i>
<i>marża</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,1%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>3,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	13,6	14,0	14,5	15,0
EBITDA	31,7	35,1	76,1	67,5	68,0	78,1	83,8
<i>zmiana</i>	<i>29,3%</i>	<i>10,8%</i>	<i>116,8%</i>	<i>-11,3%</i>	<i>0,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>7,3%</i>
<i>marża EBITDA</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>6,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,0%</i>
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
EPS	0,7	0,2	-0,2	0,5	0,7	0,9	1,0
CEPS	1,4	0,4	0,1	0,7	0,9	1,1	1,2
ROAE	5,7%	4,2%	-3,4%	10,8%	13,2%	13,5%	13,1%
ROAA	2,2%	1,7%	-1,4%	4,7%	6,4%	6,5%	6,0%

**Bilans**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
AKTYWA	688,5	787,3	819,7	792,4	819,0	1 029,9	1 163,8
Majątek trwały	185,2	197,4	220,6	211,9	216,1	221,9	227,9
WNIPI	3,8	4,7	12,3	11,2	11,2	11,2	11,2
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	128,7	144,7	163,8	164,3	168,4	174,2	180,2
Aktywa finansowe	18,9	14,8	3,8	4,2	4,2	4,2	4,2
Aktywa z tyt. odroczonego podatku doch.	33,8	33,1	40,7	32,2	32,2	32,2	32,2
Majątek obrotowy	503,3	589,9	599,0	580,6	602,9	808,1	936,0
Zapasy	20,3	29,7	61,4	28,3	35,7	51,3	58,3
Należności	192,8	222,3	204,6	231,8	190,2	271,1	307,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	65,8	94,7	64,6	64,3	99,3	147,7	174,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	223,2	241,8	268,5	255,9	277,5	337,7	395,7
Inne	1,3	1,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
PASYWA	688,5	787,3	819,7	792,4	819,0	1 029,9	1 163,8
Kapitał własny	230,5	347,1	335,6	363,3	414,7	474,9	541,2
Kapitał mniejszości	6,2	2,4	12,6	13,9	13,9	13,9	13,9
Zobowiązania długoterminowe	20,7	34,1	26,1	24,7	24,7	24,7	24,7
Pożyczki i kredyty, leasing finansowy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerwy i inne	20,7	34,1	26,1	24,7	24,7	24,7	24,7
Zobowiązania krótkoterminowe	431,1	403,6	445,4	390,5	365,7	516,4	584,0
Pożyczki i kredyty	1,0	11,3	9,6	16,1	16,1	16,1	16,1
Zobowiązania wobec dostawców	189,4	219,9	186,3	166,8	170,8	245,4	278,8
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	240,7	172,3	249,4	207,6	178,8	254,9	289,0
Dług	1,0	11,3	9,6	16,1	16,1	16,1	16,1
Dług netto	-222,2	-230,5	-258,9	-239,7	-261,4	-321,6	-379,6
(Dług netto / Kapitał własny)	-96,4%	-66,4%	-77,1%	-66,0%	-63,0%	-67,7%	-70,1%
(Dług netto / EBITDA)	-7,0	-6,6	-3,4	-3,6	-3,8	-4,1	-4,5
BVPS	13,2	5,0	4,8	5,2	6,0	6,8	7,8

**Przepływy pieniężne**

(mln PLN)	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
Przepływy operacyjne	163,7	-68,6	112,5	11,6	28,9	67,8	63,6
Zysk netto	12,8	12,2	-11,6	37,7	51,4	60,2	66,3
Amortyzacja	10,7	13,1	15,4	13,6	14,0	14,5	15,0
Kapitał obrotowy	159,2	-83,9	30,8	-40,8	-25,6	5,8	-2,4
Pozostałe	-19,1	-10,0	77,9	1,1	-10,9	-12,7	-15,4
Przepływy inwestycyjne	-132,7	-75,5	-27,9	0,4	-18,2	-20,2	-20,9
CAPEX	-13,8	-31,6	-41,8	-13,4	-18,2	-20,2	-20,9
Inwestycje kapitałowe	-125,1	-49,4	17,6	8,6	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	6,1	5,4	-3,7	5,2	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	-4,3	107,9	-27,7	-16,7	10,9	12,7	15,4
Emisja akcji	0,0	104,4	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Dług	-0,1	10,2	3,4	-5,2	0,0	0,0	0,0
Dywidenda (buy-back)	-0,2	-0,6	0,0	-10,4	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-4,0	-6,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	26,7	-36,2	56,9	-4,7	21,6	60,3	58,0
Środki pieniężne na koniec okresu	223,2	241,8	268,5	255,9	277,5	337,7	395,7
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
FCF	161,1	-107,6	-64,4	-436,3	14,0	51,6	47,4
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	1,8%	2,8%	3,7%	1,4%	1,8%	1,4%	1,3%

Wskaźniki rynkowe

	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P
P/E	17,2	71,9	-75,6	23,2	17,1	14,6	13,2
P/CE	9,3	34,7	233,9	17,1	13,4	11,7	10,8
P/BV	1,0	2,5	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6
P/S	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6	0,5
FCF/EV	-482,8%	-17,3%	-10,2%	-67,0%	2,2%	9,1%	9,3%
EV/EBITDA	-1,1	17,7	8,3	9,6	9,3	7,3	6,1
EV/EBIT	-1,6	28,1	10,4	12,1	11,7	8,9	7,4
EV/S	0,0	0,5	0,6	0,7	0,6	0,4	0,3
DYield	0,1%	0,1%	0,0%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Cena (PLN)	12,6						
Liczba akcji na koniec roku (mln)	17,4	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6	69,6
MC (mln PLN)	219,2	877,0	877,0	877,0	877,0	877,0	877,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	6,2	2,4	12,6	13,9	13,9	13,9	13,9
EV (mln PLN)	-33,4	620,5	630,7	651,2	629,5	569,3	511,3

* Wskaźnik EV/EBITDA kalkulowany w oparciu o dług netto na koniec każdego roku obrotowego.



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

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

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

Maklerzy:

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

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

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

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

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

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

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”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Rafako

Rekomendacja	Kupuj	Kupuj	Akumuluj	Trzymaj
data wydania	2009-09-04	2009-09-25	2010-02-03	2010-03-12
kurs z dnia rekomendacji	9,55	9,74	11,14	13,55
WIG w dniu rekomendacji	36009,43	38353,75	39904,02	41004,33