



analityk: Adam Aniol

data sporządzenia: 15.11.2016 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
6,03	512,1	50,0%	133,5	14,8	1,18

Rafako jest liderem na rynku urządzeń energetycznych w Polsce oraz pozostaje jednym z największych w Europie producentów kotłów oraz urządzeń ochrony środowiska dla energetyki. Rafako oferuje generalną realizację bloków energetycznych opalanych paliwami kopalnymi, a w szczególności tzw. wyspy kotłowej. Grupa dostarczyła kotły dla większości krajowych elektrowni zawodowych oraz setki jednostek dla energetyki przemysłowej w Polsce.

Wyniki kwartalne	3Q'16	3Q'15	r/r	3Q'16	3Q'16 - BGZ BNP	różnica	3Q'16	3Q'16 - konsensus	różnica
Przychody	495,6	321,8	54,0%	495,6	385,8	28,5%	495,6	-	-
Zysk brutto ze sprzedaży	40,7	31,4	29,6%	40,7	33,1	23,0%	40,7	-	-
marża brutto ze sprzedaży	8,2%	9,8%		8,2%	8,6%		8,2%	-	-
EBITDA	23,1	14,0	65,0%	23,1	15,7	47,1%	23,1	-	-
marża EBITDA	4,7%	4,4%		4,7%	4,1%		4,7%	-	-
EBIT	19,3	10,8	78,7%	19,3	12,3	56,9%	19,3	-	-
marża EBIT	3,9%	3,4%		3,9%	3,2%		3,9%	-	-
Zysk netto	14,6	7,6	92,1%	14,6	9,7	50,5%	14,6	-	-
marża netto	2,9%	2,4%		2,9%	2,5%		2,9%	-	-

Komentarz do wyników

W 3Q 2016 r. Rafako zaraportowało sprzedaż na poziomie 495,5 mln PLN, czyli ponad połowę więcej od roku poprzedniego (+54,0% r/r). Sprzedaż w segmencie obiektów energetycznych oraz ochrony środowiska zwiększyła się r/r o 51,6%, z uwagi na intensyfikację prac na kontrakcie w Jaworznie. Należy przy tym zaznaczyć relatywnie niską bazą roku ubiegłego (317,2 mln PLN; -10,8% r/r) z uwagi na przesunięcia kamieni milowych.

Spółka zaraportowała nieco wyższą względem 1H'16 marżę brutto na sprzedaży na poziomie 8,2% (vs 9,8% w 3Q'15 vs 8,2% w 2015 r.). W podstawowym segmencie obiektów energetycznych i ochrony środowiska, po bardzo słabym 2Q'16 pod względem rentowności, w 3Q'16 marża brutto ze sprzedaży wzrosła q/q z 5,6% do 7,2%, jednak r/r nadal jest to poziom niższy (8,7% w 3Q'15 oraz 7,9% w 2015 r.).

Mimo istotnego przyrostu przychodów, koszty sprzedaży (7,9 mln PLN; +7,2% r/r) oraz koszty zarządu (12,5 mln PLN; -3,1% r/r) zostały utrzymane na podobnym poziomie r/r – w efekcie udział kosztów SG&A w przychodach obniżył się do blisko rekordowego poziomu 4,1% (-2,2 pkt. proc. r/r).

Ujemne saldo na pozostałe działalności operacyjnej, gdzie uwidoczniła się organizacja Dnia Energetyka (koszt 0,5 mln PLN), obniżyło wynik EBIT o 1,0 mln PLN (-0,4 mln PLN w 3Q'15). W rezultacie, ostateczny zysk operacyjny wyniósł 19,3 mln PLN (+79,3% r/r) notując rentowność na wysokim poziomie 3,9% (3,3% w 3Q'15 oraz 2,6% w całym 2015 r.).

Saldo z działalności finansowej nie zmieniło istotnie obrazu raportowanych wyników (-0,7 mln PLN vs -0,7 mln PLN w 3Q'15). Ostatecznie, przy relatywnie niskiej efektywnej stawce podatkowej (16,6%) zysk netto Rafako wzrósł do 15,4 mln PLN (+102,2% r/r).

W 3Q'16 Spółka zaraportowała ujemny przepływ z działalności operacyjnej (-5,2 mln PLN vs +71,3 mln PLN w 3Q'15), na który wpływ miał wzrost salda należności (+128,2 mln PLN), który został częściowo zneutralizowany przez wzrost zobowiązań handlowych (+70,7 mln PLN). Przepływy netto wyniosły -15,9 mln PLN, tym samym zmniejszyły poziom środków pieniężnych do poziomu 233,6 mln PLN na koniec września 2016 r. Na koniec raportowanego okresu gotówka netto wynosiła 88,3 mln PLN (+30,5 mln PLN r/r).



RAFAKO SA

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

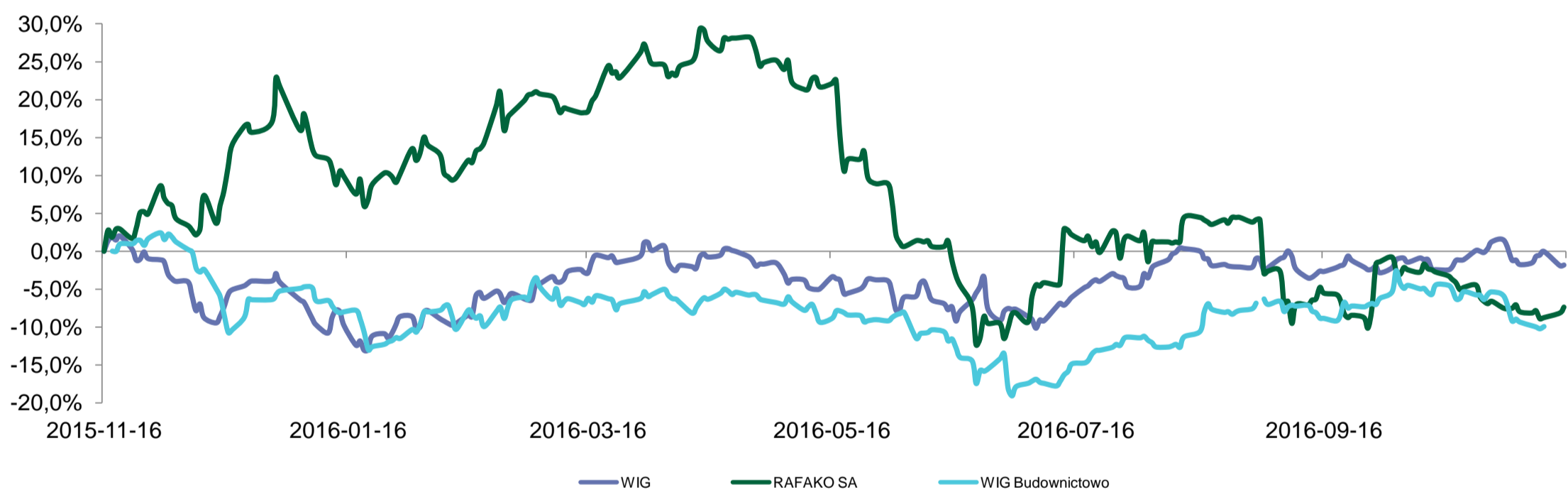
Wyniki Rafako za 3Q 2016 r. oceniamy umiarkowanie pozytywnie. Spółka zanotowała wyniki dużo lepsze od naszych prognoz, jednak niskie oczekiwania były częściowo rezultatem słabego wykonania 1H'16. Zgodnie z oczekiwaniami, poprawa rezultatów była wynikiem wyższego przerobu na kontrakcie budowy bloków w Jaworznie. **Wg Zarządu, w samym 4Q Spółka może zafakturować ok. 600 mln PLN na wspomnianym kontrakcie.**

Osiągnięta marża brutto okazała się minimalnie poniżej oczekiwań. Z drugiej strony, Grupa mimo dynamicznego wzrostu przychodów zdołała utrzymać na podobnym poziomie r/r koszty SG&A. Liczymy, że powyższe jest również częściowym efektem przeprowadzanej reorganizacji, a nie jednorazowym rezultatem. Spółka nadal intensyfikuje sprzedaż eksportową – wydatki na marketing w okresie 1-3Q'16 wyniosły 3,2 mln PLN.

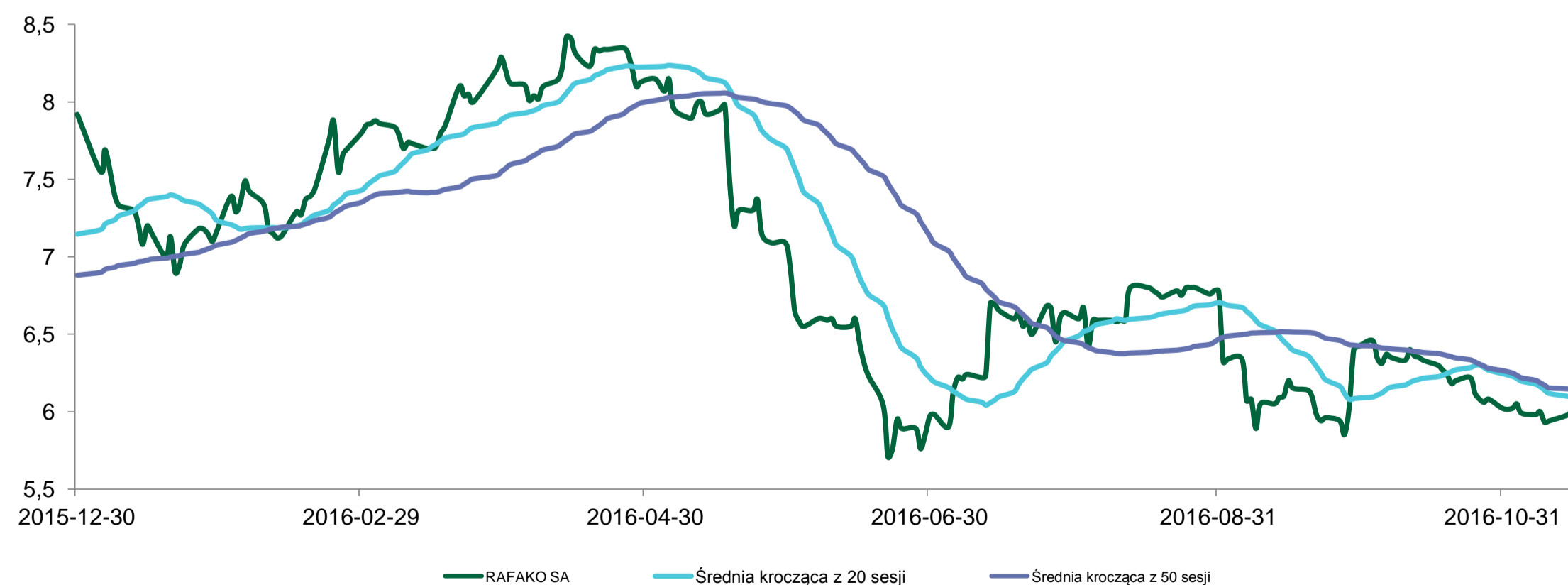
Pozytywnie odnosimy się do zaraportowanego portfela zleceń – po raz pierwszy od ponad 2 lat backlog wzrósł względem poprzedniego kwartału (4,5 mld PLN vs 4,1 mld PLN w 2Q'16 oraz 4,9 mld PLN w 3Q'16). Na powyższe wpływ miało podpisanie umów o łącznej wartości blisko 1,1 mld PLN, które obejmowały również największy w historii kontrakt eksportowy (budowa w Wilnie bloku kogeneracyjnego o wartości ok. 645 mln PLN). **Na 2017 r. przypadają zlecenia o wartości ok. 2 mld PLN, a na lata kolejne pozostałe ok. 1,9 mld PLN.**

Chociaż wykonanie naszych rocznych prognoz może być zbyt wymagające (w najbliższym czasie dokonamy rewizji), nadal uważamy otoczenie oraz perspektywy Spółki za korzystne z uwagi na plany dalszego dywersyfikowania portfela zamówień oraz oczekiwane inwestycje w polskiej energetyce (m. in. nowe limity BAT). **Obecnie Spółka notowana jest na wskaźniku P/E na poziomie nie przekraczającym 11,0x, kiedy dla branży wynosi ok. 12,0x.**

Rafako vs WIG vs indeks branżowy



Notowania 12M (PLN)





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa

EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny

EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)

P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf