

Rafako

Czas próby



4/2019/GPW (86) 23 lipca, 2019

Analitik: Wojciech Romanowski

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

Rafako

Opinia inwestycyjna

Dla Rafako przychodzi czas próby. Spółka kończy budowę bloku energetycznego 910 MW Jaworzno III – największego zlecenia w historii. Trwająca właśnie faza testów przyniesie odpowiedź na pytanie, czy Rafako odniesie wielki sukces.

Największy kontrakt niesie za sobą największe ryzyko. Każdy dzień zwłoki w przekazaniu do eksploatacji bloku (ustalony na 20 października 2019 r.) oznacza naliczanie 4 mln zł kary umownej. W negatywnym scenariuszu jakiegokolwiek niepowodzenie może zatem przyczynić się do sporych problemów.

Ten medal ma jednak i drugą, lepszą stronę. Wywiązanie się z umowy na czas oznaczać będzie, że Rafako jest zdolne obsługiwać największe kontrakty. Uzyskane w ten sposób referencje mogą otworzyć drzwi do kolejnych tego typu zleceń. Nie wspominając o tym, że na konto Spółki wpłynie pokaźna kwota (ostatnia faktura będzie opiewać na ok. 450 mln zł), co powinno pozwolić w przyszłym roku na wypłatę ogromnej dywidendy, którą szacujemy na ok. 200 mln zł.

Sądzymy, że uwolnienie gwarancji bankowych wraz z nabytym doświadczeniem będą stanowiły istotne przewagi konkurencyjne. Jest to o tyle istotne, że Rafako wkracza w nowy dla siebie obszar ropy i gazu, który oceniamy jako bardzo perspektywiczny. Zaplanowane na najbliższe lata przetargi warte będą nierzadko nawet ponad 1 mld zł. Będą to łakome kąski dla firm takich jak Rafako.

Ze względu na niepewność związaną z fazą testów utrzymujemy zalecenie Trzymaj oraz Neutralnie. Nasza wycena jednej akcji Rafako w horyzoncie 12 miesięcy spada do 2,4 zł (poprzednio 2,8 zł), co stanowi 27% potencjał wzrostu. Nasze prognozy zawierają pomyślny dla Spółki scenariusz. Udana synchronizacja z siecią elektroenergetyczną,

Sektor: Budownictwo
Rekomendacja fundamentalna: Trzymaj (→)
Rekomendacja relatywna: Neutralnie (→)
Kurs: 1,868 zł
Wycena akcji w horyzoncie 12M: 2,4 zł (↓)

Kapitalizacja: 62,6 mln US\$
Bloomberg: RFK PW
Średni obrót dzienny: 0,09 mln US\$
12M przedział kursowy: 1,42-3,62 zł
Free float: 57%

Skorygowane zyski

Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł).

Dane podstawowe

MSSF skonsolidowane		2018	2019P	2020P	2021P
Sprzedaż	mln zł	1 268,8	2 021,4	1 464,2	1 195,3
EBITDA	mln zł	55,4	65,9	33,9	35,7
Skoryg. EBITDA	mln zł	49,5	65,9	33,9	35,7
EBIT	mln zł	40,5	51,4	20,2	22,7
Skoryg. EBIT	mln zł	34,6	51,4	20,2	22,7
Zysk netto	mln zł	33,6	39,3	13,9	13,7
Skoryg. zysk netto	mln zł	28,8	39,3	13,9	13,7
Skoryg. EPS	zł	0,23	0,31	0,11	0,11
Zmiana EPS rok-na-rok	%	163	37	-65	-2
Dług netto	mln zł	32,1	-237,6	24,4	16,5
P/E	x	8,2	6,1	17,1	17,4
P/CE	x	5,4	4,4	8,6	8,9
EV/EBITDA	x	5,4	b.z.*	7,7	7,1
EV/EBIT	x	7,8	b.z.*	13,0	11,2
Dywidenda na akcję	zł	0,00	0,00	1,60	0,00
Stopa dywidendy brutto	%	0,0	0,0	85,7	0,0
Liczba akcji	mln	127,4	127,4	127,4	127,4

* Ze względu na prognozowany znaczny spływ gotówki po zakończeniu kontraktu w Jaworznie wskaźniki przyjmują wartość bliską 0.
Źródło: Spółka, szacunki DM BOS

Kurs akcji Spółki względem indeksu WIG



Źródło: Bloomberg

Najbliższe wydarzenia

1. Publikacja skons. raportu półrocznego za I półrocze 2019 r. – 30 września 2019 r.
2. Publikacja skons. raportu za III kw. 2019 r. – 29 listopada 2019 r.

zaplanowana na drugą połowę sierpnia, będzie według nas stanowiła potężny katalizator do zamknięcia luki walutowej.

Czynniki ryzyka

1. Niepowodzenie w kontrakcie w Jaworznie – na największym kontrakcie w dotychczasowej historii Spółki trwa faza testów. Najważniejszym jej elementem będzie synchronizacja z siecią energetyczną, która ma nastąpić w drugiej połowie sierpnia. W przypadku niepowodzenia może się okazać, że termin oddania inwestycji, ustalony na 20 listopada br., jest zagrożony. Potencjalne opóźnienie najprawdopodobniej będzie skutkowało naliczaniem kar umownych w wysokości 0,09% wartości kontraktu netto, za każdy rozpoczęty dzień zwłoki (tj. około 4 mln zł za dzień).
2. Utrata płynności – konieczność zapłaty potencjalnych kar umownych może skutkować utratą płynności Spółki.
3. Zbyt mała kontraktacja – wyraźne spowolnienie tempa pozyskiwania nowych kontraktów do portfela może przełożyć się na pogorszenie wyników oraz sytuacji finansowej.
4. Utrudniony dostęp do gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – ograniczenie dostępu do finansowania wiąże się ze znacznym utrudnieniem w pozyskiwaniu nowych zleceń.
5. Wzrost konkurencji – wyczerpanie potencjału do budowy nowych dużych bloków węglowych w Polsce może spowodować wzrost konkurencji w pozostałych obszarach rynku, takich jak: budowa instalacji ochrony środowiska czy budownictwo z zakresu ropy i gazu. Wzmocniona konkurencja może negatywnie wpłynąć na rentowność nowo pozyskiwanych zleceń.
6. Kary umowne – naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki.
7. Wzrost cen materiałów – ryzyko to jest ograniczane przez Spółkę poprzez tworzenie rezerw kosztowych już na etapie kalkulacji oferty; niemniej jednak w przypadku silnego wzrostu kosztów, przewyższającego zawiązane rezerwy, obciążą on wynik finansowy.
8. Narastające problemy PBG – główny akcjonariusz Rafako spona aktualnie zobowiązania wobec wierzycieli układowych. W przypadku niewywiązania się ze spłaty obligacji akcje Rafako, stanowiące zabezpieczenie, mogą przejść w ręce wierzycieli, co może skutkować zwiększoną podażą akcji w krótkim terminie.

Katalizatory

1. Ukończenie z sukcesem projektu w Jaworznie – wiązać się to będzie z otrzymaniem zapłaty, uzyskaniem istotnych referencji, uwolnieniem gwarancji bankowych, uzyskaniem zdolności dywidendowej oraz wygaśnięciem ryzyka związanego z koniecznością zapłaty kar umownych.
2. Poprawa negatywnego trendu przepływów operacyjnych – mimo, że w 2 z 3 ostatnich kwartałach Spółka zanotowała dodatnie przepływy, to jednak kumulacyjny wynik licząc od I kw. 2016 roku nadal oscyluje wokół -200 mln zł.
3. Powiększenie portfela zamówień – pozyskiwanie kolejnych zleceń bezpośrednio będzie przekładało się na zwiększenie skali działalności w przyszłości.
4. Wysyp przetargów z obszaru BAT – większa ilość ogłoszonych przetargów w krótkim czasie może ułatwić pozyskiwanie zleceń, zmniejszyć konkurencję w poszczególnych postępowaniach oraz pomóc uzyskać wykonawcom lepszą cenę.
5. Opracowanie nowych technologii – potencjalnie każda nowa technologia może stanowić istotną przewagę konkurencyjną.
6. Uzyskanie dostępu do nowych gwarancji bankowych/ubezpieczeniowych – zwiększenie dostępu do finansowania pozwoli Spółce na wystartowanie w większej ilości przetargów oraz zwiększenie skali działalności.

Przewagi konkurencyjne

1. Pozytywne referencje po ukończeniu bloku w Jaworznie.
2. Dostęp do dużych gwarancji bankowych po zakończeniu Jaworzna.
3. Posiadanie sprawdzonych technologii.
4. Doświadczenie w realizacji kontraktów energetycznych oraz z zakresu ropy i gazu.

1. Wycena

- ▲ Średnia ważona z wyceny porównawczej (25%) i wyceny metodą DCF FCFF (75%) implikuje 2,4 zł na 1 akcję Spółki w horyzoncie 12 miesięcy.
- ▲ Na podstawie wyceny porównawczej szacujemy wartość 1 akcji na 1,3 zł.
- ▲ W horyzoncie 12 miesięcy wycena metodą DCF FCFF implikuje wartość 2,7 zł na akcję.

Dwie metody wyceny

Wyceny Rafako dokonaliśmy dwiema metodami: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą bazując na wskaźnikach EV/EBITDA i P/E zagranicznych spółek inżynierskich.

DCF FCFF

Do konstrukcji modelu przyjęliśmy następujące założenia:

- wzrost rezydualny na poziomie 1% (w scenariuszu bazowym),
- betę niezadłużoną na poziomie 1,3,
- premię za ryzyko na rynku akcji na poziomie 5%,
- stopę wolną od ryzyka na poziomie 4,5%.

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość akcji Spółki na poziomie 2,7 zł.

Wycena porównawcza

Wycena porównawcza bazuje na zagranicznych spółkach inżynierskich. W naszej analizie posługujemy się szacowanymi wskaźnikami EV/EBITDA oraz P/E na lata 2020, 2021. W wycenie pomijamy rok 2019 z uwagi na jego niską reprezentatywność. Prognozujemy, że wyniki za 2019 rok będą wyjątkowo dobre, jednak nie do utrzymania w długim okresie. Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Spółki wynosi 1,3 zł.

25% wycena porównawcza, 75% DCF FCFF

Nie zmieniamy naszego podejścia do wag przypisywanym poszczególnym metodom wyceny. Wycenie porównawczej przypisujemy 25% a metodzie DCF FCFF 75%, gdyż naszym zdaniem lepiej oddaje ona wartość godziwą Spółki. Nasza wycena w horyzoncie 12 miesięcy wynosi 2,4 zł na akcję Spółki.

Tabela 1. Rafako; Wycena DCF FCFF

(mln zł)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	>2028P
Sprzedaż	2 021,4	1 464,2	1 195,3	1 252,5	1 355,6	1 374,0	1 403,0	1 433,1	1 464,4	1 497,0	
zmiana r/r	59%	-28%	-18%	5%	8%	1%	2%	2%	2%	2%	
EBIT	51,4	20,2	22,7	32,1	38,8	39,0	40,2	41,4	42,8	44,2	
zmiana r/r	27%	-61%	12%	41%	21%	1%	3%	3%	3%	3%	
Efektywna stopa podatkowa (T)	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT (1-T)	40,6	16,0	17,9	25,4	30,6	30,8	31,7	32,7	33,8	34,9	
zmiana r/r	29%	-61%	12%	41%	21%	1%	3%	3%	3%	3%	
EBITDA	65,9	33,9	35,7	44,5	50,7	50,6	51,5	52,7	54,0	55,4	
zmiana r/r	19%	-49%	5%	25%	14%	0%	2%	2%	2%	3%	
Amortyzacja	14,5	13,7	13,0	12,4	12,0	11,6	11,4	11,2	11,2	11,2	
EBIT (1-T) + D	55,1	29,7	30,9	37,8	42,6	42,4	43,1	44,0	45,0	46,1	
zmiana r/r	19%	-46%	4%	22%	13%	0%	2%	2%	2%	3%	
Wydatki inwestycyjne	-5,0	-5,5	-6,1	-6,7	-7,4	-8,1	-8,9	-9,8	-10,8	-11,4	
Zmiana kapitału pracującego netto	209,9	-93,5	-12,3	-21,4	-30,2	-9,7	-12,6	-13,1	-6,9	-7,2	
FCFF	260,1	-69,3	12,6	9,7	5,0	24,6	21,6	21,1	27,2	27,5	
zmiana r/r	b.z.	b.z.	b.z.	-23%	-49%	394%	-12%	-2%	29%	1%	1%
Koszt kapitału własnego											
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Nielewarowana beta	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Lewarowana beta	1,30	1,41	1,37	1,33	1,31	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Wymagana stopa zwrotu	11,0%	11,5%	11,4%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Koszt długu											
Koszt długu przed opodatkowaniem	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Efektywna stopa podatkowa	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)											
Udział kapitału akcyjnego	100,0%	89,5%	93,0%	96,8%	98,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału własnego	11,0%	11,5%	11,4%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Udział długu	0,0%	10,5%	7,0%	3,2%	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Średni ważony koszt kapitału (WACC)	11,0%	10,8%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Składana stopa dyskontowa	1,00	1,05	1,16	1,29	1,43	1,59	1,76	1,96	2,17	2,41	
Współczynnik dyskonta	1,00	0,95	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,51	0,46	0,41	
Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych	-	-66,2	10,8	7,5	3,5	15,5	12,3	10,8	12,5	11,4	
Suma wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych											18,2
Waga długu w okresie rezydualnym											0%
Waga kapitału własnego w okresie rezydualnym											100%
Średni ważony koszt kapitału własnego w okresie dokładnych prognoz											11,1%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz											11,0%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym											11,0%
Wzrost FCFF w okresie rezydualnym											1,0%
Wartość rezydualna											278,2
Wartość bieżąca wartości rezydualnej											115,4
Wartość działalności Rafako											133,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty											297,1
Dług odsetkowy											59,5
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych											22,8
Wartość kapitału akcyjnego											348,4
Liczba akcji (mln szt.)											127,4
Wartość kapitałów własnych na jedną akcję Rafako w horyzoncie 12 miesięcy (zł)											2,7

Źródło: Szacunki DM BOS

Tabela 2. Rafako; Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
ALSTOM	15,6	18,0	15,6	8,1	9,1	7,9
BABCOCK & WILCOX ENTERPR	neg.	neg.	b.z.	23,1	2,8	b.z.
DOOSAN HEAVY INDUSTRIES	82,9	19,4	10,7	5,2	4,6	4,3
HITACHI LTD	20,2	8,8	7,8	3,8	3,5	3,3
MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	16,7	14,3	12,1	6,3	6,1	5,4
SIEMENS AG-REG	15,8	13,8	12,8	9,4	8,4	7,2
FLUOR CORP	20,2	11,9	9,6	7,1	5,0	3,9
INDIKA ENERGY TBK PT	18,9	8,2	19,5	3,5	2,6	3,1
JGC CORP	21,3	27,4	12,5	7,0	7,9	4,6
SAMSUNG ENGINEERING CO LTD	11,3	10,3	9,3	7,7	6,6	5,7
MASTEC INC	11,0	9,9	9,7	6,3	5,5	5,5
DYCOM INDUSTRIES INC	18,9	20,7	15,9	b.z.	6,9	6,0
Mediana	18,9	13,8	12,1	7,0	5,8	5,4
Rafako	6,0	17,1	17,4	b.z.	7,7	7,1
Implikowana wartość kapitału Rafako (mln zł)	744,4	207,3	201,1	695,7	171,7	175,1
Waga	0%	25%	25%	0%	25%	25%
Średnia ważona implikowana wartość kapitału Rafako (mln zł)				188,8		
Wartość kapitału udziałowców mniejszościowych (mln zł)				22,8		
Implikowana wartość kapitału własnego Rafako (mln zł)				166,0		
Średnia implikowana wartość kapitału własnego na jedną akcję Rafako (zł)				1,3		

Wskaźniki obliczone na podstawie cen zamknięcia z 22.07.2019

Źródło: Bloomberg, szacunki DM BOŚ

Tabela 3. Rafako; Podsumowanie wyceny (zł)

DCF FCFF (75%)	2,7
Porównawcza (25%)	1,3
Wycena	2,4
Obecna cena rynkowa	1,868
Potencjał wzrostu	27%

Źródło: Szacunki DM BOŚ

2. Model biznesowy i strategia

- ▶ Rafako specjalizuje się w projektowaniu i generalnym wykonawstwie obiektów energetyki konwencjonalnej. Można do nich zaliczyć przede wszystkim: bloki energetyczne, kotły oraz instalacje ochrony środowiska.
- ▶ Dotychczas Spółka koncentrowała się na pracach dla energetyki konwencjonalnej. Niemniej jednak wraz z malejącym potencjałem rynkowym w obszarze węgla jako głównego paliwa, Rafako rozpoczęło poszukiwanie alternatywnych dróg rozwoju. Jedną z nich jest wkroczenie w segment ropy i gazu.
- ▶ W bieżącym roku Rafako pozyskało blisko 40 kontraktów o łącznej wartości przekraczającej 700 mln zł.
- ▶ Celem Rafako na 2019 rok jest pozyskanie nowych zleceń o wartości między 800 mln zł a 1 mld zł w obu strategicznych obszarach działalności.

2.1. Akcjonariat

Porozumienie 3 akcjonariuszy na czele akcjonariatu

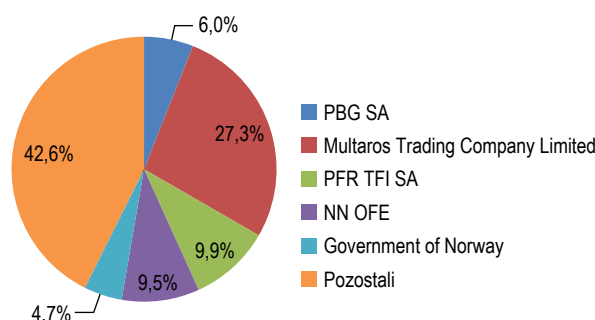
Na szczycie struktury akcjonariatu Rafako stoi porozumienie akcjonariuszy zawarte w 2017 roku pomiędzy PBG SA, Multaros Trading Company Limited (spółki zależnej od PGB SA) oraz Funduszem Inwestycji Polskich Przedsiębiorstw FIZAN zarządzanym przez PFR TFI. Poza tym w akcjonariacie z blisko 9,5% udziałem widnieje NN OFE. Poniżej progu 5% znajduje się także Government of Norway.

Tabela 4. Rafako; Struktura akcjonariatu (stan na 14.06.2019 r.)

Akcjonariusz	Liczba akcji	Liczba głosów na WZ	Udział w kapitale	Udział w głosach na WZ
Porozumienie akcjonariuszy PBG SA, Multaros Trading Company Ltd., Fundusz Inwestycji Polskich Przedsiębiorstw FIZAN, w tym:	55 081 769	55 081 769	43,22%	43,22%
– PBG SA	7 665 999	7 665 999	6,02%	6,02%
– Multaros Trading Company Limited (spółka zależna od PGB SA)	34 800 001	34 800 001	27,31%	27,31%
– Fundusz Inwestycji Polskich Przedsiębiorstw FIZAN zarządzany przez PFR TFI SA	12 615 769	12 615 769	9,90%	9,90%
Nationale-Nederlanden Otwarty Fundusz Emerytalny zarządzany przez Powszechne Towarzystwo Emerytalne S.A.	12 091 000	12 091 000	9,49%	9,49%
Government of Norway	5 941 635	5 941 635	4,66%	4,66%
Pozostali	54 317 594	54 317 594	42,62%	42,62%
RAZEM	127 431 998	127 431 998	100,00%	100,00%

Źródło: Spółka, DM BOS

Wykres 1. Rafako; Akcjonariat (akcje i głosy) (stan na 14.06.2019 r.)



Źródło: Spółka, DM BOS

2.2. Opis działalności

Budowa obiektów energetyki konwencjonalnej

Rafako specjalizuje się w projektowaniu i generalnym wykonawstwie obiektów energetyki konwencjonalnej. Można do nich zaliczyć przede wszystkim: bloki energetyczne, kotły oraz instalacje ochrony środowiska.

Wejście w nowy segment ropy i gazu

Dotychczas Spółka koncentrowała się na pracach dla energetyki konwencjonalnej. Niemniej jednak wraz z malejącym potencjałem rynkowym w obszarze węgla jako głównego paliwa, Rafako rozpoczęło poszukiwanie alternatywnych dróg rozwoju. Jedną z nich jest wkroczenie w segment ropy i gazu.

2.3. Strategia

Energetyka konwencjonalna nadal głównym obszarem działalności

Biorąc pod uwagę posiadane przez Spółkę technologie jak i referencje, energetyka konwencjonalna pozostanie głównym obszarem działalności. Zmieni się jednak nieco rozłożenie nacisku: na krajowym podwórku dominować będą prace modernizacyjne oraz z obszaru ochrony środowiska (dostosowanie do regulacji BAT), kosztem kompleksowej budowy bloków węglowych. Te natomiast pozostaną w orbicie zainteresowań Rafako na rynkach zagranicznych. Wśród krajów, które nadal planują czerpać energię z węgla oraz są atrakcyjne z punktu widzenia Spółki należy wymienić Serbię, Mołdawię czy Indonezję.

Ropa i gaz głównym punktem nowej strategii

Jeśli chodzi o przejęcie kompetencji w zakresie ropy i gazu od spółki-matki PBG to temat ten był głównym punktem w strategii opublikowanej w kwietniu 2018 r. Przejęcie ma się odbyć poprzez włączenie w struktury Grupy Kapitałowej Rafako spółki PBG Oil&Gas, w której Rafako będzie posiadać 51% udział, natomiast pozostałe 49% zachowa PBG.

Docelowa struktura do końca 2019 roku

Na chwilę obecną PBG Oil&Gas zostało wcielone w struktury PBG, po to by raz jeszcze wydzielić „czysty” podmiot, który będzie mógł być łatwo wcielony do Rafako. Jednak aby tak się stało wymagane są zgody wszystkich obligatariuszy PBG. Intencją Rafako i PBG jest aby zakończyć ten proces do końca 2019 roku.

Ewentualna dywidenda po zakończeniu Jaworzna

Celem Spółki jest także odzyskanie zdolności dywidendowej w 2020 roku. Polityka dywidendowa zostanie sprecyzowana i określona po zakończeniu realizacji kontraktu w Jaworznie.

Ambicją Spółki bycie wiodącym graczem w Polsce i za granicą

Długoterminowo ambicją Spółki jest stworzenie największego polskiego podmiotu, oferującego specjalistyczne rozwiązania technologiczne dla sektora energetycznego oraz branży gazu ziemnego i ropy naftowej w Polsce i za granicą.

2.4. Pozyskiwanie zleceń

Przygotowanie oferty krok po kroku

Rafako na bieżąco monitoruje kluczowych klientów pod względem ich planów inwestycyjnych. W przypadku gdy postępowanie przetargowe zostanie ocenione pozytywnie powoływany jest zespół formalny oraz techniczny wraz z menedżerem projektu by przygotować ofertę. Zespół ocenia czy Spółka jest w stanie spełnić wymagania techniczne i formalne narzucone przez klienta w specyfikacji (SIWZ). Następnie jeżeli zaistnieje potrzeba uzupełnienia wymagań organizowane jest konsorcjum bądź użyczenie od podmiotów posiadających potrzebne referencje. Podpisywana jest umowa konsorcjalna określająca udział procentowy,

odpowiedzialność oraz wstępne zasady współpracy każdego z uczestników. Do czasu złożenia oferty trwa prawna analiza umowy oraz badanie narzuconych rozwiązań technicznych. Systematycznie, w formie dialogu z klientem, Spółka zgłasza uwagi oraz prośby o udzielenie wyjaśnień. Rafako identyfikuje ryzyko związane z danym projektem, które następnie wycenia na bazie prawdopodobieństwa wystąpienia.

Elementy wyceny kontraktu

Proces wyceny kontraktu obejmuje:

- kalkulację cen materiałów;
- wybór podwykonawców;
- wycenę kosztów obsługi kontraktu, kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu;
- kalkulację rezerwy na nieprzewidziane zdarzenia;
- obliczenie kosztu finansowania przedsięwzięcia;
- narzucenie odpowiedniej marży.

Wybór podwykonawców

Wybór podwykonawców rozpoczyna się od wysyłania przez Spółkę zapytań ofertowych do potencjalnych zleceniobiorców. Rafako stara się uzyskać jak największą liczbę ofert. Zazwyczaj wybór dokonywany jest spośród minimum 3 propozycji. W wyjątkowych przypadkach, gdy prace wymagają rzadkich umiejętności, dopuszczalna jest ich mniejsza liczba. Spółka, w miarę możliwości, dąży do zawarcia wstępnych porozumień i umów dotyczących kluczowych dostaw oraz podwykonawców. Równolegle w ramach posiadanych kompetencji trwa wycena własna. Dobierając podwykonawców Rafako stara się maksymalnie wykorzystywać lokalną siłę roboczą.

Ostateczny kształt oferty akceptowany przez zarząd

Ostateczną decyzję odnośnie startu w danym przetargu, ceny ofertowej oraz budżetu podejmuje zarząd Spółki. W przypadku dużych, strategicznych zleceń wymagana jest także zgoda rady nadzorczej.

Selektywne podejście do kontraktów

Warto także podkreślić, że Rafako nie stara się za wszelką cenę koncentrować się na konkretnych rynkach geograficznych. Spółka podchodzi selektywnie do przetargów dostępnych w danej chwili, skupiając się na tych najbardziej pasujących do profilu działalności oraz najbardziej zyskowych.

Cel na 2019 r. 800-1000 mln zł nowych zleceń

Celem Rafako na 2019 rok jest pozyskanie nowych zleceń o wartości między 800 mln zł a 1 mld zł w obu strategicznych obszarach działalności.

2.5. Finansowanie kontraktów

Źródła finansowania kontraktów

Kluczową kwestią przy przygotowywaniu oferty jest zapewnienie źródeł finansowania kontraktu. W oparciu o harmonogram dostarczany przez zamawiającego w momencie ogłaszania przetargu możliwe jest przygotowanie wstępnych przepływów pieniężnych projektu. Na ich podstawie Spółka stara się uzyskać finansowanie z gwarancji bankowych. Zwykle stanowi ona ok. 10% wartości brutto kontraktu. Dodatkowym źródłem finansowania są zaliczki wypłacane przez zamawiającego. Pozostałą część Spółka musi sfinansować

środkami własnymi. Warto również pamiętać, że aby stanąć do przetargu należy wpłacić wadium zazwyczaj w wysokości 2-3% wartości zlecenia.

Tabela 5. Rafako; Rodzaje gwarancji

Rodzaj gwarancji	Opis
Gwarancja wadialna	Kwota wynikająca ze specyfikacji (SIWZ) i obliczana w stosunku do budżetu zamawiającego, wynosi do 3% wartości zamówienia
Gwarancja należytego wykonania	Zazwyczaj jest to 10% wartości brutto kontraktu Jeśli jest oferowana to zazwyczaj nie przekracza 15% wartości kontraktu. Zaliczka rozliczana jest proporcjonalnie z każdej faktury, lub w inny, zdefiniowany wcześniej w umowie sposób (na przykład: zaliczka rozliczana po osiągnięciu 40% fakturowania i następnie 25% z każdej kolejnej faktury)
Gwarancja zwrotu zaliczki	
Gwarancja wad i usterek	Zazwyczaj okres obejmuje 2-3 lata (w skrajnych przypadkach 5 lat), wynosi 3% wartości kontraktu brutto

Źródło: Spółka, DM BOS

2.6. Rozliczanie kontraktów długoterminowych

MSSF 15

Rozliczanie kontraktów długoterminowych odbywa się zgodnie z MSSF 15. Zasady rozliczenia danego kontraktu zależą od zapisów umownych oraz od zakresu robót objętych danym kontraktem. Pojedynczy kontrakt może być rozliczany w całości lub podzielony na mniejsze zobowiązania w ramach zawartej umowy. Wówczas dla każdego takiego zobowiązania przychód będzie rozliczany niezależnie.

Przychody rozpoznane w oparciu o zaangażowanie kosztowe

W rachunku zysków i strat przychody oraz wynik rozpoznawane są w oparciu o zaangażowanie kosztowe. Fakturowanie natomiast wpływa na bilansowe pozycje aktywa/zobowiązania z tytułu umów. W przypadku gdy wartość wystawionych faktur przewyższa rozpoznane na podstawie stopnia zaangażowania kosztowego przychody, różnica wykazywana jest w zobowiązaniach. Natomiast w sytuacji odwrotnej różnica ta prezentowana jest jako składnik aktywów.

Tabela 6. Rafako; Rozliczanie kontraktów długoterminowych: przykład

Wartość kontraktu	Planowane koszty całkowite	Poniesione koszty	Przychody rozpoznane w RZiS	Wartość wystawionych faktur	Aktywa z tytułu umów	Zobowiązania z tytułu umów
1000	900	270	300	250	50	0
500	450	225	250	280	0	30

Źródło: DM BOS

Zarządzanie ryzykiem wzrostu cen podczas realizacji kontraktu

Analizując kontrakty długoterminowe należy również pamiętać, że wzrost cen materiałów i usług może wpływać na zwiększenie planowanego poziomu kosztów. Z tego względu Rafako na etapie przygotowania oferty szacuje ryzyko związane ze wzrostem cen. Następnie ryzyko to ujmuje w ofercie w postaci rezerwy, która jest pozycją dodatkową szacowanych kosztów. Część umów podwykonawczych/dostawczych podpiswana jest już na etapie przygotowania oferty dla klienta, przez co wartość umowy jest znana i niezmienna przez okres realizacji kontraktu. Pozostałe prace kontraktowane są w trakcie trwania robót, na bieżąco po cenach rynkowych. Różnice w cenie usług i dostaw powstałe od przygotowania oferty do podpisania umowy z podwykonawcą/dostawcą mogą zostać pokryte z utworzonej na kontrakcie rezerwy. Jeśli tylko jest to możliwe w umowach z klientami stosuje się zapisy o waloryzacji ceny kontraktowej.

Nieustanne monitorowanie budżetu kontraktu

Budżet każdego projektu aktualizowany jest na bieżąco, a wszelkie zmiany automatycznie przekładane są na rachunek wyników wg wyżej wymienionych reguł. W przypadku kontraktów z „ujemną marżą” Rafako tworzy rezerwę na stratę, obejmującą stratę do rozliczenia w przyszłości (różnicę pomiędzy stratą całkowitą a rozpoznany przez zaangażowanie wynikiem na kontrakcie).

2.7. Portfel zamówień

2,8 mld zł w portfelu zamówień

Według stanu na 31 marca 2019 roku w portfelu Rafako znajduje się około 80 zamówień na łączną kwotę 2,8 mld zł, z czego 2,0 mld zł dotyczą roku bieżącego, 0,7 mld zł przypisane są do roku przyszłego a pozostałe 0,1 mld zł będzie zrealizowane po roku 2020. W tabeli przedstawiono najważniejsze zlecenia znajdujące się obecnie w portfelu Spółki.

Tabela 7. Rafako; Segment energetyczny

Kontrakt	Wartość netto	Termin zakończenia
Budowa bloku energetycznego 910 MW Jaworzno III	4 470 mln zł	20.11.2019 – termin przekazania bloku do zamawiającego, luty 2020 – termin zakończenia kontraktu
Budowa bloku kogeneracyjnego w Wilnie	149,65 mln EUR (ok. 630 mln zł)	30.01.2020 - przekazanie do eksploatacji
Budowa dwóch bloków parowych opalanych węglem 2x50 MW na wyspie Lombok (Indonezja)	70,3 mln EUR (ok. 300 mln zł)	11.07.2021 - przekazanie do eksploatacji
Instalacja katalitycznego odazotowania spalin dla bloków nr 9 i 10 w Elektrowni Kozienice	289 mln zł	24.09.2019 - odbiór końcowy
Instalacja odsiarczania spalin II w Elektrowni Ostrołęka B	126 mln zł	30.06.2020 - przekazanie do eksploatacji
Modernizacja IOS na blokach nr 3 i 4 oraz 5 i 6 w Elektrowni Belchatów	182 mln zł	10.05.2021 - przekazanie do eksploatacji ostatniego IOS
Budowa bloku energetycznego w Koksowni Radlin	289 mln zł	11.12.2021 - przekazanie do eksploatacji

Źródło: Spółka, DM BOS

Tabela 8. Rafako; Segment ropy i gazu

Kontrakt	Wartość netto	Termin zakończenia
Budowa tłoczni gazu Kędzierzyn	168,7 mln zł	15.03.2021 - przekazanie do eksploatacji
Budowa gazociągu DN700 Szczecin – Gdańsk, odcinek Goleniów – Ploty	125 mln zł	30.01.2020 - odbiór techniczny 30.05.2020 - odbiór końcowy
Zaprojektowanie i wykonanie Bazy Magazynowej Paliw w Mongolii	46,97 mln EUR (ok. 200 mln zł)	28.02.2022 - przekazanie do eksploatacji

Źródło: Spółka, DM BOS

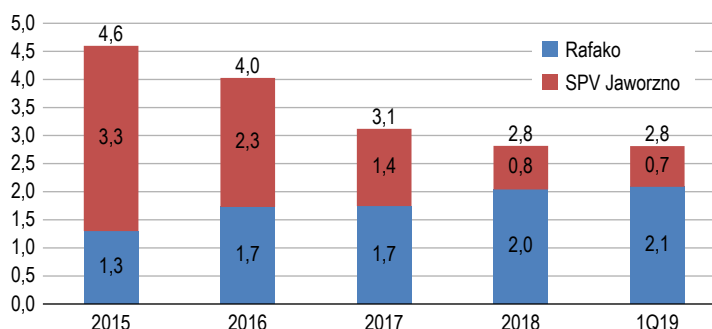
Jaworzno największym kontraktem

Zdecydowanie największym oraz najważniejszym zleceniem w dotychczasowej historii Spółki jest budowa bloku energetycznego w Jaworznie. Rafako powołało spółkę celową (SPV) do realizacji tego przedsięwzięcia. W ubiegłych latach kontrakt ten dominował w portfelu Rafako. Wraz z jego realizacją wartość zleceń malała w ostatnich latach. Trend ten jednak został zahamowany w ostatnich kwartałach. Aktualnie blok w Jaworznie wszedł w fazę rozruchu na gorąco, a zaawansowanie inwestycji oszacowano na 93%.

Ponad 700 mln zł pozyskanych w tym roku

W bieżącym roku Rafako pozyskało blisko 40 kontraktów o łącznej wartości przekraczającej 700 mln zł.

Wykres 2. Portfel zamówień (na koniec okresu) (mld zł)



Źródło: Spółka, DM BOS

2.8. Działalność na rynkach zagranicznych

3 duże kontrakty zagraniczne

W chwili obecnej Rafako realizuje 3 duże kontrakty zagraniczne: Wilno, Lombok, Mongolia. Co do zasady kontrakty zagraniczne Spółka realizuje z lokalnym partnerem, posiadającym odpowiednie doświadczenie oraz znającym specyfikę i zwyczaje danego rynku. Pozwala to ograniczyć ryzyko działalności operacyjnej na obcych rynkach.

Ograniczenie ryzyka niewypłacalności klientów zagranicznych

Ponadto Rafako zabiega by działalność zagraniczna była w maksymalny sposób zabezpieczona. Dlatego też w dużych kontraktach eksportowych na rynki egzotyczne finansowanie zazwyczaj zapewniane jest przez polskie instytucje (np. BGK lub KUKE). Dodatkowo instytucje te zabezpieczają płatności dla wykonawcy ograniczając ryzyko niewypłacalności klienta zagranicznego.

2.9. Rozwój własnych technologii

Stąły rozwój technologii

Rafako pomimo posiadania szerokiego wachlarza technologii stale prowadzi prace nad ich dostosowaniem do bieżącego zapotrzebowania rynkowego. Przejawia się to poprzez modyfikacje oraz doskonalenie tradycyjnych produktów, takich jak na przykład: kotły czy instalacje ochrony środowiska.

Aktualnie rozwijane produkty i usługi

Ponadto działania badawczo-rozwojowe mają na celu powstanie nowych produktów i usług. Wśród aktualnie prowadzonych projektów znajdują się:

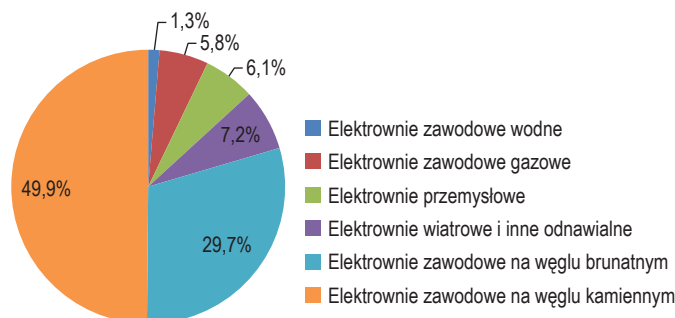
- program poprawy elastyczności pracy bloków klasy 200 MW wraz z kompleksową ofertą modernizacji,
- wyspy poligeneracyjne (Projekt POLYGEN),
- metanizacja CO₂,
- magazyn ciepła (budowa wraz z partnerem – firmą ENSOL – instalacji przemysłowej),
- ELAGLOM (komercjalizacja opatentowanego rozwiązania w zakresie wychwytu cząstek submikronowych, w tym metali ciężkich ze spalin),
- elektromobilność (projekt innowacyjnego autobusu szkolnego/miejskiego).

2.10. Otoczenie rynkowe

Malejący potencjał węgla

Obecne otoczenie rynkowe stało się bardziej wymagające dla Spółki. Dotychczas podstawowym obszarem działalności była energetyka konwencjonalna oparta na węglu. Jednak wraz z ze zmianą polityki energetycznej w kierunku ograniczenia jej niekorzystnego wpływu na środowisko potencjał do budowy nowych bloków węglowych spadł w Polsce do zera. Ostatnią nową jednostką opalaną węglem będzie blok C w Elektrowni Ostrołęka. Zgodnie z polityką klimatyczno-energetyczną Unii Europejskiej Polska zobowiązała się do ograniczenia łącznego udziału węgla w wytwarzaniu energii do 60% w 2030 roku. W 2018 roku węgiel odpowiadał za 79,6% wytworzonej energii.

Wykres 3. Procentowy udział w krajowej produkcji energii elektrycznej poszczególnych grup elektrowni według rodzajów paliw w 2018 roku



Źródło: PSE, DM BOŚ

Regulacje BAT szansą

Z drugiej strony warto pamiętać, że proces odchodzenia od węgla będzie długotrwały a pierwszym jego krokiem jest modernizacja istniejących jednostek oraz wyposażenie ich w instalacje ochrony środowiska (zgodnie z unijnymi wymogami BAT). Fakt ten sprawia, że Rafako nadal może liczyć na pozyskanie sporej ilości zleceń z zakresu energetyki konwencjonalnej, niemniej jednak będą one miały zauważalnie mniejszą wartość niż budowa całego bloku.

Zastąpienie węgla gazem

Co więcej zapotrzebowanie na energię w kraju stale rośnie, a wraz z nim popyt nowe jednostki. Według kierunków nakreślonych w „Polityce Energetycznej Polski do 2040 roku” najlepsze perspektywy rysują się przez odnawialnymi źródłami energii (OZE). Niemniej jednak większość z OZE to źródła niestabilne (wiatr, fotowoltaika). Aby zapewnić niezbędną w systemie stabilność produkcji energii w Polsce mają powstać elektrownie gazowe. Jest to źródło bardzo elastyczne i mogłoby być uruchamiane w momencie gdy OZE nie są w stanie zaspokoić zapotrzebowania energetycznego. Co więcej pomimo faktu, że paliwo gazowe jest droższe od węgla, to wytwarzanie energii w elektrowniach gazowych staje się coraz bardziej konkurencyjne cenowo w stosunku do elektrowni węglowych ze względu na aktualne ceny certyfikatów CO₂.

Wykres 4. Ceny uprawnień do emisji CO₂ (2013-2019)



Źródło: PSE, DM BOŚ

Realizacja projektów gazowych tylko z partnerem konsorcjalnym

W tej chwili na rynku pojawia się coraz więcej przetargów na budowę bloków gazowych. Rafako nie chcąc wypaść z rynku także aktywnie uczestniczy w ich pozyskiwaniu. Jednak na chwilę obecną ze względu na ograniczenia w posiadanych technologiach kompleksowa budowa bloku opalanego gazem możliwa jest wyłącznie z partnerem konsorcjalnym.

Najciekawsze przetargi

Pośród aktualnie największych potencjalnych kontraktów pozostających w obszarze zainteresowań Rafako do pozyskania pozostają:

- budowa dwóch bloków gazowo-parowych o mocy 1,4 GW w Elektrowni Dolna Odra (PGE GiEK) – szacowana wartość ok. 4 mld zł;
- budowa bloku gazowo-parowego w Grudziądzu o mocy ok. 450-750 MW (Energia) – szacowana wartość ok. 2 mld zł;
- budowa instalacji oczyszczania spalin w Elektrowni Bełchatów (PGE) – szacowana wartość ok. 250 mln zł;
- budowa na terenie elektrociepłowni w Kaliszu kogeneracyjnego bloku energetycznego spalającego biomasę o mocy ok. 11 MW (Energia) – szacowana wartość ok. 150 mln zł.

Energetyka: planowane złożenie ofert za 5 mld zł

W 2019 roku w segmencie energetycznym Rafako planuje wystartować w przetargach o łącznej wartości szacowanej na kwotę ponad 5 mld zł.

Nowe perspektywy w obszarze ropy i gazu

Planowane zwiększenie wykorzystania gazu w energetyce stworzy nowe perspektywy dla firm wykonawczych. W najbliższych latach niezbędne będzie nie tylko wybudowanie nowych bloków energetycznych ale także dostosowanie posiadanej infrastruktury w zakresie przesyłu i magazynowania gazu.

Uproszczenie procedur dzięki specustawie terminalowej

W tym celu rząd przyjął projekt nowelizacji tzw. specustawy terminalowej. Projekt obejmuje przepisami specustawy szereg nowych inwestycji w sieci gazowe, w tym największe gazociągi sieci dystrybucyjnych. Zakłada on przyspieszenie i uproszczenie procedur administracyjnych przy wymienionych w niej inwestycjach. Nowym regulacjom mają podlegać m.in. największe gazociągi dystrybucyjne. Wymienia się dziewięć dużych gazociągów dystrybucyjnych wysokiego ciśnienia, których budowę planuje największy dystrybutor gazu – Polska Spółka Gazownictwa. Oprócz tego specustawa obejmie budowę przyłączy lub połączeń z siecią przesyłową gazu przez wytwórców energii elektrycznej lub ciepła w gazowej jednostce wytwórczej lub jednostce kogeneracji.

Najciekawsze przetargi

Rafako zamierza aktywnie uczestniczyć w rynku inwestycji związanych z wydobywaniem gazu ziemnego i ropy naftowej oraz rozwojem i modernizacją sieci gazowniczej w Polsce, jak i za granicą. Pośród aktualnie największych potencjalnych kontraktów pozostających w obszarze zainteresowań Spółki do pozyskania pozostają:

- rozbudowa TLNG w Świnoujściu – część naziemna (Polskie LNG) – szacowana wartość ok. 0,5 mld zł;

- budowa gazociągu DN 700 na Litwie (Amber Grid) – szacowana wartość ok. 85 mln EUR (ok. 360 mln zł).
- zagospodarowanie złoża Kamień Mały (PGNiG) – szacowana wartość ok. 110 mln zł,
- kogeneracja Dębno (PGNiG) – szacowana wartość ok. 80 mln zł

**Ropa i gaz:
planowane złożenie
ofert za 2,7 mld zł**

W 2019 roku w segmencie ropy i gazu Rafako planuje wziąć udział w przetargach o łącznej szacowanej wartości na poziomie blisko 2,7 mld zł. W najbliższych 3 latach łączny potencjał rynku ropy i gazu Spółka szacuje na ok. 10 mld zł.

3. Wyniki i prognozy finansowe

- ▲ W 2018 roku przychody Grupy Rafako wyniosły 1 268,8 mln zł, co stanowiło spadek r/r o -29%.
- ▲ Dzięki bardzo dobrej kontraktacji w 2018 r. – ponad 1 250 mln zł pozyskanych zleceń – Rafako zgromadziło pokaźny portfel zamówień na 2019 rok.
- ▲ Zakładana średnia marża brutto na kontraktach energetycznych oscyluje wokół 7-8%, w segmencie ropy i gazu ok. 5-10%.
- ▲ Po pomyślnym ukończeniu kontraktu w Jaworznie możliwa wypłata 200 mln zł dywidendy.

3.1. Przychody

Spadek przychodów w 2018 roku

W 2018 roku przychody Grupy Rafako wyniosły 1 268,8 mln zł, co stanowiło spadek r/r o -29%. Niższa sprzedaż wynikała głównie z mniejszego przerobu największego kontraktu w Jaworznie oraz z opóźnień na kontraktach zagranicznych (Wilno, Lombok), występujących z przyczyn niezależnych od Spółki (późniejsze przekazanie placu budowy, trzęsienie ziemi).

Gruby portfel zamówień na 2019 rok

Dzięki bardzo dobrej kontraktacji w 2018 r. – ponad 1 250 mln zł pozyskanych zleceń – Rafako zgromadziło pokaźny portfel zamówień na 2019 rok. Z tego względu prognozujemy sprzedaż na poziomie 2 021,4 zł (wzrost r/r o +59%). Co prawda może się wydawać, iż zgromadzony portfel zamówień implikuje osiągnięcie wyższej sprzedaży, jednak sądzimy, że wzorem lat ubiegłych, część przychodów przesunie się na następny rok.

Skokowy spadek przychodów od 2020 roku

Należy również pamiętać, że trwający rok upłynie głównie pod znakiem ukończenia kontraktu w Jaworznie. Począwszy od przyszłego roku przewidujemy skokowy spadek przychodów, który powinien wyznaczyć nową skalę działalności Rafako. Szansą na zmianę trendu jest wejście w segment ropy i gazu, który docelowo powinien zasypać powstałą „dziurę”. Ponadto ukończenie Jaworzna uwolni gwarancje bankowe co, naszym zdaniem, umożliwi pozyskanie większej ilości zleceń. Na przyszły rok prognozujemy kontraktację na poziomie 1,3 mld zł – po 650 mln zł w obu segmentach.

3.2. Rentowność

Zakładana marża brutto na sprzedaży w energetyce ok. 8% – dla nowych zleceń

Na większości kontraktów energetycznych Rafako realizuje marżę brutto na sprzedaży w okolicach 8%. W naszych prognozach dla Spółki zakładamy, że nowo pozyskiwane zlecenia będą miały podobną rentowność. Naszym zdaniem na kontraktach zagranicznych w Wilnie i na Lombok Rafako może liczyć na nieco niższe, odpowiednio: 5% i 6,5%. Zakładamy, że Jaworzno zostanie dokończony z 7% marżą.

Oczekiwana poprawa marż w segmencie ropy i gazu

Sądzimy, że pierwsze zlecenia z obszaru ropy i gazu na razie nie imponują zyskownością, gdyż średnia marżowość wynosi w nich ok. 5%. Niemniej jednak zlecenia pozyskane w bieżącym roku skalkulowane są już na poziomie 8%. W kolejnych latach przewidujemy, że Rafako będzie pozyskiwało kontrakty wymagające wysoce wyspecjalizowanych umiejętności, co powinno, naszym zdaniem, owocować 10 procentową rentownością.

Ograniczenie kosztów dzięki wewnętrznej restrukturyzacji

W 2017 roku Rafako rozpoczęło proces wewnętrznej restrukturyzacji. W wyniku podjętych działań koszty sprzedaży i ogólnego zarządu spadły o przeszło 20 mln zł rocznie. Prognozujemy, że kwartalnie koszty te w przyszłych okresach będą oscylować wokół 18 mln zł.

Dźwignia operacyjna

Rentowność operacyjna w dużej mierze zależy od skali działalności oraz marżowości zrealizowanych kontraktów. Wraz ze spadkiem przychodów począwszy od przyszłego roku przewidujemy obniżenie marży EBIT w okolice 1,4-1,9%.

3.3. Zysk netto

Bardzo dobry rok przed nami

Tegoroczny zysk netto zapowiada się imponująco. Według naszych wyliczeń wyniesie on 39,3 mln zł (+17% r/r). W kolejnych latach z przyczyn opisywanych powyżej prognozujemy znaczne spadki zysku netto do 13,9 i 13,7 mln zł odpowiednio w 2020 i 2021 roku.

3.4. Dywidenda

Możliwa wypłata potężnej dywidendy w przyszłym roku

Po pomyślnym ukończeniu projektu Jaworzno Rafako nabędzie zdolność dywidendową. Intencją Spółki jest podzielenie się z akcjonariuszami zakumulowanym zyskiem zarobionym na tym zleceniu. Mowa tutaj o ok. 200 mln zł. Decyzja co do sposobu podziału zysku jeszcze nie zapadła, a Rafako rozpatruje różne scenariusze. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobnym rozwiązaniem jest wypłata dywidendy w 2020 roku. Wydaje się to nam tym bardziej realne patrząc na sytuację PBG, które jest zobligowane do spłaty obligacji układowych.

3.5. Autobus elektryczny

Dodatkowy potencjał wzrostu

W naszych prognozach nie ujmujemy projektu elektrycznego autobusu. Na chwilę obecną projekt ten znajduje się na wczesnym etapie rozwoju. Spółka nie opublikowała żadnych założeń co do tego przedsięwzięcia, więc nie jesteśmy w stanie stworzyć wiarygodnych projekcji. Stanowi on dodatkowy potencjał wzrostu w stosunku do naszej wyceny.

3.6. Prognozy kwartalne

Rafako opublikuje skonsolidowany raport za I półrocze 30 września 2019 r.

Brak przełomu w II kw.

Po wynikach za II kw. nie oczekujemy jeszcze fajerwerków. Największy przerób zleceń zgromadzonych w portfolio zamówień powinien nastąpić w drugiej połowie roku. Naszym zdaniem sprzedaż powinna wzrosnąć o +5% r/r osiągając poziom 344 mln zł. Marżę brutto na sprzedaży zakładamy na poziomie tej osiągniętej w I kw. br. – 6,9%. Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu nie powinny odbiegać od normy na poziomie 18 mln zł. Stosunkowo niska marża brutto powinna skutkować zyskiem operacyjnym na poziomie 3 mln zł, wyraźnie niższym w ujęciu r/r (-64%). Z uwagi na lekkie osłabienie EUR w stosunku do zł w II kw. saldo działalności będzie, naszym zdaniem, ujemne (-0,3 mln zł). Jeśli nasze założenia okażą się trafne zysk netto powinien wynieść 1,6 mln zł.

Tabela 9. Rafako; Prognoza wyników za II kw. 2019

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2Q19P	1Q19	2Q18	zmiana kw./kw.	zmiana r/r	I pół. 19P	I pół. 18	zmiana r/r
Sprzedaż	344,0	312,7	326,2	10%	5%	656,7	624,1	5%
Zysk brutto ze sprzedaży	23,7	21,7	21,7	10%	9%	45,4	62,4	-27%
Marża brutto na sprzedaży	6,9%	6,9%	6,7%	-	-	6,9%	10,0%	-
EBITDA	7,5	5,8	12,1	29%	-38%	13,4	32,8	-59%
marża EBITDA	2,2%	1,9%	3,7%	-	-	2,0%	5,3%	-
Skoryg. EBITDA	7,5	5,8	6,2	29%	22%	13,4	26,9	-50%
Skoryg. marża EBITDA	2,2%	1,7%	1,8%	-	-	2,0%	4,3%	-
EBIT	3,0	1,3	8,4	127%	-64%	4,4	25,6	-83%
Marża EBIT	0,9%	0,4%	2,6%	-	-	0,7%	4,1%	-
Skoryg. EBIT	3,0	1,3	2,5	127%	20%	4,4	19,7	-78%
Skoryg. marża EBIT	0,9%	0,4%	0,7%	-	-	0,7%	3,2%	-
Zysk brutto	2,7	1,7	12,0	59%	-77%	4,5	28,7	-84%
Marża zysku brutto	0,8%	0,6%	3,7%	-	-	0,7%	4,6%	-
Skoryg. zysk brutto	2,7	1,7	6,1	59%	-55%	4,5	22,8	-80%
Skoryg. marża zysku brutto	0,8%	0,5%	1,8%	-	-	0,7%	3,7%	-
Zysk netto	1,6	1,3	6,2	23%	-74%	2,9	14,6	-80%
Marża netto	0,5%	0,4%	1,9%	-	-	0,4%	2,3%	-
Skotyng. zysk netto	1,6	1,3	1,4	23%	-7%	2,9	9,9	-70%
Skoryg. marża netto	0,5%	0,4%	0,4%	-	-	0,4%	1,6%	-

Zyski skorygowane o rozwiązanie rezerwy na Program Odejść Dobrowolnych (5,9 mln zł)

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Tabela 10. Rafako; Zmiany prognoz

MSSF skonsolidowane (mln zł)	2019P			2020P			2021P		
	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana	obecnie	poprzednio	zmiana
Sprzedaż	2 021,4	2 257,5	-10%	1 464,2	1 441,8	2%	1 195,3	1 242,6	-4%
EBITDA	65,9	100,7	-35%	33,9	40,5	-16%	35,7	28,6	25%
EBIT	51,4	86,3	-40%	20,2	26,0	-22%	22,7	14,1	61%
Zysk netto	39,3	66,7	-41%	13,9	17,4	-20%	13,7	7,6	80%
Dług netto	-237,6	-32,3	b.z.	24,4	-91,1	b.z.	16,5	-24,0	b.z.

Źródło: Szacunki DM BOŚ

4. Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)

Tabela 11. Rafako; Skonsolidowany rachunek zysków i strat

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprzedaży	1 875,3	1 782,6	1 268,8	2 021,4	1 464,2	1 195,3
Koszt własny sprzedaży	-1 751,0	-1 623,3	-1 150,1	-1 887,2	-1 363,8	-1 092,6
Zysk brutto ze sprzedaży	124,3	159,3	118,7	134,2	100,4	102,7
Koszty sprzedaży	-32,0	-32,6	-24,4	-21,2	-21,6	-22,1
Koszty ogólnego zarządu	-57,8	-61,1	-51,9	-50,6	-50,6	-51,6
Koszty badań i rozwoju	0,0	-6,9	-6,2	-8,8	-6,4	-5,2
Zysk netto ze sprzedaży	34,6	58,6	36,2	53,6	21,8	23,8
Pozostałe przychody operacyjne	3,6	10,3	12,7	11,7	8,5	6,9
Pozostałe koszty operacyjne	-13,5	-20,2	-8,4	-13,9	-10,0	-8,0
EBIT	24,7	48,8	40,5	51,4	20,2	22,7
Przychody finansowe	5,0	2,1	8,5	1,2	0,6	0,1
Koszty finansowe	-7,2	-11,6	-5,8	-2,8	-1,8	-1,8
Zysk brutto	22,5	39,3	43,2	49,8	19,0	21,0
Podatek dochodowy	-11,6	-34,2	-9,7	-10,5	-4,0	-4,4
Zysk netto z działalności kontynuowanej	10,9	5,1	33,5	39,4	15,0	16,6
Zysk udziałowców mniejszościowych	0,4	1,0	-0,1	0,0	1,1	2,9
Zysk netto	10,5	4,2	33,6	39,3	13,9	13,7
EBITDA	39,1	63,0	55,4	65,9	33,9	35,7

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS

Tabela 12. Rafako; Skonsolidowany bilans

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa długoterminowe	310,5	290,6	294,7	278,4	251,8	231,1
Rzeczowe aktywa trwałe	178,6	170,9	146,6	135,6	126,3	118,3
Wartość firmy	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Wartości niematerialne	9,6	8,9	8,0	9,5	10,5	11,7
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	0,0	0,0	29,0	29,0	29,0	29,0
Pozostałe należności długoterminowe	34,0	39,4	40,4	20,2	22,0	17,9
Akcje i udziały	0,8	0,2	1,4	1,5	1,5	1,5
Aktywa finansowe długoterminowe	24,1	17,7	14,1	0,0	0,0	0,0
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	54,2	42,5	42,0	66,9	48,5	39,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	1,7	4,1	6,6	4,8	3,9
Aktywa krótkoterminowe	1 118,5	990,6	1 075,3	1 015,6	770,6	717,3
Zapasy	14,0	28,8	34,2	10,5	9,0	10,7
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	728,3	485,9	532,5	444,7	508,8	455,8
Aktywa z tytułu umów	218,2	251,3	381,4	202,1	190,3	179,3
Należności z tytułu podatku dochodowego	19,6	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2
Instrumenty pochodne	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa finansowe krótkoterminowe	11,2	4,7	7,6	18,6	0,0	0,0
Udzielone pożyczki krótkoterminowe	0,0	10,0	11,4	11,4	11,4	11,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	107,5	180,3	88,7	297,1	28,5	41,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19,6	28,9	19,4	31,0	22,4	18,3
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	0,9	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Suma aktywów	1 429,9	1 281,3	1 370,2	1 294,0	1 022,4	948,4
Kapitał własny	423,0	558,3	589,1	628,5	438,5	452,2
Kapitał udziałowców niekontrolujących	9,0	8,6	8,5	8,5	9,6	12,5
Zobowiązania	997,9	714,3	772,6	657,0	574,3	483,7
Zobowiązania długoterminowe	73,8	91,6	75,3	72,7	61,0	49,8
Odsetkowe	3,5	2,1	8,3	7,7	7,1	6,7
Nieodsetkowe	64,2	60,0	36,5	40,1	35,8	28,7
Rezerwy	6,1	29,6	30,4	24,9	18,0	14,5
Zobowiązania krótkoterminowe	924,1	622,7	697,3	584,4	513,3	433,9
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	513,5	390,0	342,5	339,7	272,8	218,5
Odsetkowe	149,2	101,2	112,5	51,8	45,8	51,4
Zobowiązania z tytułu umów	156,6	42,8	173,5	101,1	120,1	98,0
Nieodsetkowe	43,0	36,9	31,6	32,4	31,8	31,5
Rezerwy	51,2	35,8	15,2	24,9	18,0	14,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	10,1	15,6	21,1	34,6	25,0	20,0
Pozostałe	0,5	0,3	1,0	0,0	0,0	0,0
Suma pasywów	1 429,9	1 281,3	1 370,2	1 294,0	1 022,4	948,4

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Tabela 13. Rafako; Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych

(mln zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zysk brutto	22,5	39,3	43,2	49,8	19,0	21,0
Amortyzacja	14,4	14,2	14,8	14,5	13,7	13,0
Zmiany kapitału obrotowego:	-131,6	-78,2	-140,5	209,9	-93,5	-12,3
Zmiana stanu należności	-268,7	225,0	-47,3	108,0	-65,8	57,0
Zmiana stanu zapasów	4,8	-0,6	-5,3	23,7	1,5	-1,7
Zmiana stanu zobowiązań i rezerw z tytułu świadczeń pracowniczych z wyjątkiem kredytów i pożyczek	125,6	-136,0	-79,3	-7,4	-65,3	-58,3
Zmiana stanu rezerw i rozliczeń międzyokresowych	0,0	-10,6	-9,1	-21,2	5,4	1,8
Zmiana stanu rozliczeń z tytułu umów o usługę budowlaną	6,6	-156,0	0,6	106,8	30,8	-11,0
Podatek dochodowy zapłacony	-22,4	-5,4	-9,3	-10,5	-4,0	-4,4
Pozostałe	4,4	0,5	0,6	9,5	-5,2	-1,6
Przepływy z działalności operacyjnej	-112,7	-29,5	-91,2	273,3	-69,9	15,7
Wydatki inwestycyjne	-6,8	-2,4	0,0	-5,0	-5,5	-6,1
Pozostałe	-0,6	-4,5	1,9	4,2	19,2	0,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-7,4	-6,9	1,9	-0,8	13,6	-6,0
Wpływy z tytułu emisji akcji	0,0	163,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Splata/zaciągnięcie pożyczek/kredytu	34,6	-51,0	0,9	-61,4	-6,6	5,2
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	-203,9	0,0
Odsetki zapłacone	-3,9	-3,7	-4,3	-2,8	-1,8	-1,8
Pozostałe	-0,3	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	30,4	109,5	-2,6	-64,2	-212,3	3,4
Zmiana stanu środków pieniężnych	-89,6	73,1	-91,9	208,4	-268,6	13,2

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS

Tabela 14. Rafako; Wskaźniki

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zmiana sprzedaży (rok-na-rok)	21%	-5%	-29%	59%	-28%	-18%
Zmiana zysku brutto na sprzedaży (rok-na-rok)	-2%	28%	-25%	13%	-25%	2%
Zmiana EBITDA (rok-na-rok)	-27%	61%	-12%	19%	-49%	5%
Zmiana zysku operacyjnego (rok-na-rok)	-39%	98%	-17%	27%	-61%	12%
Zmiana zysku netto (rok-na-rok)	-69%	-60%	707%	17%	-65%	-2%
Rotacja należności (dni)	118	124	146	88	119	147
Rotacja zapasów (dni)	3	5	10	4	3	3
Rotacja zobowiązań (dni)	95	102	116	66	82	82
Rotacja gotówki (dni)	26	28	40	27	39	69
NWC/Sprzedaż	4%	17%	32%	9%	19%	25%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	8,9%	9,4%	6,6%	6,9%	8,6%
Marża EBITDA	2,1%	3,5%	4,4%	3,3%	2,3%	3,0%
Marża operacyjna	1,3%	2,7%	3,2%	2,5%	1,4%	1,9%
Marża zysku brutto	1,2%	2,2%	3,4%	2,5%	1,3%	1,8%
Marża zysku netto	0,6%	0,2%	2,6%	1,9%	0,9%	1,1%
ROE	2,5%	0,8%	5,9%	6,5%	2,6%	3,1%
ROA	0,8%	1,2%	3,0%	3,2%	1,4%	1,6%
Wskaźnik płynności bieżącej	1,2	1,5	1,5	1,7	1,5	1,6
Wskaźnik płynności szybkiej	1,2	1,5	1,5	1,7	1,4	1,6
Dług netto/EBITDA	1,2 gotówka netto		0,6 gotówka netto		0,7	0,5

Źródło: Spółka, szacunki DM BOS

Spis treści

1. Wycena	3
2. Model biznesowy i strategia	6
2.1. Akcjonariat	6
2.2. Opis działalności	7
2.3. Strategia	7
2.4. Pozyskiwanie zleceń	7
2.5. Finansowanie kontraktów	8
2.6. Rozliczanie kontraktów długoterminowych	9
2.7. Portfel zamówień	10
2.8. Działalność na rynkach zagranicznych	11
2.9. Rozwój własnych technologii	11
2.10. Otoczenie rynkowe	11
3. Wyniki i prognozy finansowe	15
3.1. Przychody	15
3.2. Rentowność	15
3.3. Zysk netto	16
3.4. Dywidenda	16
3.5. Autobus elektryczny	16
3.6. Prognozy kwartalne	16
4. Sprawozdanie finansowe (MSSF skonsolidowane)	18

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprecontowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stoпа dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memorialowo), liczona jako wartość memorialowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memorialowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonek.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymaga tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej),

w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Obecny rozkład fundamentalnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Kupuj	Trzymaj	Sprzedaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	36	35	10	8	0
Procenty	40%	39%	11%	9%	0%

Obecny rozkład relatywnych rekomendacji DM BOŚ SA

	Przeważaj	Neutralnie	Niedoważaj	Zawieszono	W trakcie aktualizacji
Liczba	34	37	10	8	0
Procenty	38%	42%	11%	9%	0%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Rekomendacje fundamentalne

Analityk	Rekomendacja	Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Wynik	Wynik relatywny	Cena w momencie wydania/aktualizacji ^f	Wycena w horyzoncie 12M		
Rafako											
Michał Stalmach	Kupuj	-	10.12.2015	-	10.12.2015	04.12.2016	-16%	-22%	6,70	10,10	-
Michał Stalmach	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	-	-	6,99	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	-	-	7,15	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	-	-	7,29	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	18.02.2016	19.02.2016	-	-	-	7,39	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	-	-	8,10	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	-	-	8,42	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	-	-	7,95	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	-	-	5,89	10,10	→
Michał Stalmach	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	-	-	6,50	10,10	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.08.2016	12.08.2016	-	-	-	6,59	9,30	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	31.08.2016	01.09.2016	-	-	-	6,78	9,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	-	-	6,36	9,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.11.2016	02.11.2016	-	-	-	6,02	7,30	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	-	-	6,02	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	14.11.2016	15.11.2016	-	-	-	5,98	7,30	→
Wojciech Romanowski	Kupuj	→	04.12.2016	-	05.12.2016	09.05.2017	36%	6%	5,61	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	-	-	6,24	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	-	-	7,22	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	21.02.2017	22.02.2017	-	-	-	7,13	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	-	-	8,80	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	-	-	8,05	7,30	→
Wojciech Romanowski	Trzymaj	↓	09.05.2017	-	10.05.2017	25.03.2018	-34%	-31%	7,62	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	-	-	8,07	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	-	-	8,05	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.07.2017	27.07.2017	-	-	-	7,70	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	-	-	5,90	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	-	-	4,75	7,30	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.11.2017	06.11.2017	-	-	-	4,49	7,10	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	09.11.2017	10.11.2017	-	-	-	4,24	4,70	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	-	-	4,09	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	-	-	4,18	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	-	-	4,80	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	-	-	4,89	4,70	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	-	-	4,83	4,70	→
Wojciech Romanowski	W aktualizacji	-	25.03.2018	-	26.03.2018	22.05.2018	-18%	-17%	4,80	W aktualizacji	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	-	-	4,20	W aktualizacji	-
Wojciech Romanowski	Sprzedaj	-	22.05.2018	-	23.05.2018	09.12.2018	-50%	-49%	3,94	2,90	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	-	-	3,74	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	-	-	3,46	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	-	-	3,54	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	-	-	3,38	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	-	-	2,02	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	-	-	2,03	2,90	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	-	-	1,45	2,90	→
Wojciech Romanowski	Trzymaj	↑	09.12.2018	-	10.12.2018	Nie później niż 09.12.2019	-5%	-9%	1,97	2,80	↓
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	-	-	1,74	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	-	-	1,80	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	-	-	1,80	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	-	-	2,17	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	-	-	2,16	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	-	-	2,05	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	-	-	1,98	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	-	-	1,93	2,80	→
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.07.2019	23.07.2019	-	-	-	1,868	2,40	↓

^f ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Rekomendacje relatywne

Analityk	Rekomendacja		Data raportu	Data uaktualnienia	Data dystrybucji	Data wygaśnięcia	Cena w momencie wydania/aktualizacji*	Wynik relatywny
Rafako								
Michał Stalmach	Przeważaj	-	10.12.2015	-	10.12.2015	31.08.2016	6,70	-5%
Michał Stalmach	-	→	-	13.12.2015	14.12.2015	-	6,99	-
Michał Stalmach	-	→	-	17.01.2016	18.01.2016	-	7,15	-
Michał Stalmach	-	→	-	15.02.2016	16.02.2016	-	7,29	-
Michał Stalmach	-	→	-	18.02.2016	19.02.2016	-	7,39	-
Michał Stalmach	-	→	-	21.03.2016	22.03.2016	-	8,10	-
Michał Stalmach	-	→	-	13.04.2016	14.04.2016	-	8,42	-
Michał Stalmach	-	→	-	16.05.2016	17.05.2016	-	7,95	-
Michał Stalmach	-	→	-	27.06.2016	28.06.2016	-	5,89	-
Michał Stalmach	-	→	-	24.07.2016	25.07.2016	-	6,50	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.08.2016	12.08.2016	-	6,59	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↓	31.08.2016	-	01.09.2016	14.11.2016	6,78	-11%
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.10.2016	13.10.2016	-	6,36	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	01.11.2016	02.11.2016	-	6,02	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.11.2016	03.11.2016	-	6,02	-
Wojciech Romanowski	Przeważaj	↑	14.11.2016	-	15.11.2016	21.02.2017	5,98	15%
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.12.2016	05.12.2016	-	5,61	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.01.2017	13.01.2017	-	6,24	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	08.02.2017	09.02.2017	-	7,22	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↓	21.02.2017	-	22.02.2017	09.05.2017	7,13	-15%
Wojciech Romanowski	-	→	-	07.03.2017	08.03.2017	-	8,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.04.2017	12.04.2017	-	8,05	-
Wojciech Romanowski	Przeważaj	↑	09.05.2017	-	10.05.2017	26.07.2017	7,62	1%
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2017	31.05.2017	-	8,07	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.07.2017	13.07.2017	-	8,05	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	↓	26.07.2017	-	27.07.2017	09.11.2017	7,70	-44%
Wojciech Romanowski	-	→	-	03.09.2017	04.09.2017	-	5,90	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.10.2017	16.10.2017	-	4,75	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	05.11.2017	06.11.2017	-	4,49	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↑	09.11.2017	-	10.11.2017	25.03.2018	4,24	22%
Wojciech Romanowski	-	→	-	15.11.2017	16.11.2017	-	4,09	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.12.2017	11.12.2017	-	4,18	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2018	11.01.2018	-	4,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	13.02.2018	14.02.2018	-	4,89	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	12.03.2018	13.03.2018	-	4,83	-
Wojciech Romanowski	W aktualizacji	-	25.03.2018	-	26.03.2018	22.05.2018	4,80	-17%
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.04.2018	17.04.2018	-	4,20	-
Wojciech Romanowski	Niedoważaj	-	22.05.2018	-	23.05.2018	09.12.2018	3,94	-49%
Wojciech Romanowski	-	→	-	29.05.2018	30.05.2018	-	3,74	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	16.07.2018	17.07.2018	-	3,46	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	02.08.2018	03.08.2018	-	3,54	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.08.2018	31.08.2018	-	3,38	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	11.10.2018	12.10.2018	-	2,02	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.10.2018	24.10.2018	-	2,03	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	14.11.2018	15.11.2018	-	1,45	-
Wojciech Romanowski	Neutralnie	↑	09.12.2018	-	10.12.2018	Nie później niż 09.12.2019	1,97	-9%
Wojciech Romanowski	-	→	-	10.01.2019	11.01.2019	-	1,74	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	04.02.2019	05.02.2019	-	1,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.02.2019	27.02.2019	-	1,80	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	26.03.2019	27.03.2019	-	2,17	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	22.04.2019	23.04.2019	-	2,16	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	24.04.2019	25.04.2019	-	2,05	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	30.05.2019	31.05.2019	-	1,98	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	17.07.2019	18.07.2019	-	1,93	-
Wojciech Romanowski	-	→	-	23.07.2019	23.07.2019	-	1,868	-

* ceny na dzień wydania/aktualizacji są cenami zamknięcia na raporcie z dnia wydania/aktualizacji

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ) na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dalej: „GPW”) na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA z GPW w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego” opisanego na stronie GPW <https://www.gpw.pl/gpwpa>, dotyczącej sporządzenia opracowania (dalej: „Umowa”), a z tytułu wykonania opracowania DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie zgodnie z tą umową.

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 23 lipca 2019 r., godz. 17:10.

Pierwsze udostępnienie niniejszego raportu: 23 lipca 2019 r., godz. 17:20.

Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2018, poz. 2286 z późn. zm.; dalej: „Ustawa o Obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. W szczególności niniejsze opracowanie nie stanowi rekomendacji osobistej sporządzanej w oparciu o indywidualne potrzeby oraz sytuację jakiegokolwiek inwestora. DM BOŚ SA informuje, że wyłącznie usługa doradztwa inwestycyjnego polega na przygotowaniu i przekazaniu klientowi rekomendacji osobistej w oparciu o potrzeby i sytuację danego klienta. W przypadku chęci uzyskania takiej rekomendacji osobistej konieczne jest zawarcie umowy o świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego w tym zakresie z firmą inwestycyjną świadczącą takie usługi.

Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym opracowaniu stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jego wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. DM BOŚ informuje, iż niniejszy dokument będzie aktualizowany na zasadach określonych w Umowie, nie rzadziej niż raz w roku.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy o Obrocie. Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów.

Autorskie prawa majątkowe do niniejszego opracowania przysługują GPW. Zasady korzystania z opracowania zostały określone w Umowie. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu wbrew zasadom określonym w Umowie.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/rafako>.

DM BOŚ jest uprawniony do przekazywania raportu lub jego tłumaczenia na języki obce na rzecz swoich klientów, przy czym nie nastąpi to wcześniej niż udostępnienie raportu na stronie internetowej <https://bossa.pl/analizy-i-informacje/wsparcie-pokrycia-analitycznego-gpw/rafako>.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

DM BOŚ nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport, a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną spółką/spółkami umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem.

Sprzedaż Instytucjonalna

Bartosz Janczy
tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Tomasz Grabowski
tel.: +48 (22) 504 32 47
t.grabowski@bossa.pl

Marcin Kozerski
tel.: +48 (22) 504 33 35
m.kozerski@bossa.pl

Grzegorz Kołodziejczyk
tel.: +48 (22) 504 33 34
g.kolodziejczyk@bossa.pl

Marcin Stosio
tel.: +48 (22) 504 33 37
m.stosio@bossa.pl

Michał Zawada
tel.: +48 (22) 504 33 36
m.zawada@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo,
maszyny górnicze, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry wideo)

Wojciech Romanowski
Młodszy Analityk

Marcin Sielicki
Asystent Analityka

Copyright © 2019 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104