

## **GRUPA RAFAKO S.A. – ciekawa branża na niepewne czasy**

### **Informacje o Spółce**

Historia działalności Spółki sięga przełomu lat 40 i 50 XX w, a przedmiotem działalności Grupy jest produkcja kotłów (zarówno na paliwa konwencjonalne jak i biomasę), produkcja instalacji ochrony środowiska (instalacje odsiarczania spalin oraz termicznej utylizacji odpadów), a także związane z nimi usługi modernizacyjne, serwisowe i projektowe.

Grupa Rafako poza jednostką dominującą obejmuje 6 podmiotów prowadzących działalność między innymi w zakresie produkcji filtrów i urządzeń do odpopielania (ELWO SA, obecnie w upadłości), produkcji pieców i palenisk (FPM SA, PALSERWIS Sp. z o.o.) oraz spółki projektowo-doradcze (Engineering Sp. z o.o., RAFAKO Engineering Solution Sp. z o.o.).

Spółka ma doświadczenie zarówno w kraju jak i zagranicą, przy czym za ponad 70% sprzedaży odpowiada rynek polski.

### **Perspektywy branży – miliardy na horyzoncie**

Odbiorcami produktów i usług Grupy są przede wszystkim spółki energetyki zawodowej (zajmujące się wytwarzaniem energii lub dystrybutorzy inwestujący w wytwarzanie) oraz energetyki przemysłowej.

Dlatego też dla oceny perspektywy branży, w której działa RAFAKO bardzo ważna jest ocena branży energetyki, a w szczególności wytwórców energii. Segment ten w Polsce charakteryzuje się dwiema podstawowymi właściwościami tj. koniecznością inwestycji w nowe moce wytwórcze oraz zaniebaniami modernizacyjnymi.

Wraz z rozwojem polskiej gospodarki wzrasta popyt na energię elektryczną. W latach 2005-2006 średnioroczny wskaźnik wzrostu zużycia energii wyniósł ok. 3%, a w kolejnych latach będzie się kształtował na poziomie od 2,5% do 3%. Obecny potencjał wytwórczy w Polsce szacuje się na 35 tys. MW, oznacza to, iż co roku do roku 2030 netto w Polsce powinno się oddawać przeszło 1 tys. MW nowych mocy wytwórczych (zakładając, iż średnioroczny wzrost zużycia energii będzie w dolnym przedziale prognoz). Dodać należy, iż koszt budowy 1MW szacowany jest na 1,8-2 mln euro. Poza inwestycjami w nowe jednostki produkujące energię konieczne będą także inwestycje modernizacyjne. Aktualnie ok. 70% pracujących w polskich elektrowniach kotłowych i 50% turbozespołów ma więcej niż 20 lat. Wiek, zużycie oraz wymogi ekologiczne (m.in. pakiet klimatyczno-energetyczny UE) zmusi niejako sektor do olbrzymich inwestycji.

W energetykę zamierzają inwestować także inne kraje UE, np. Niemcy w najbliższych latach wydadzą na elektrownie węglowe ok. 13 mld EUR, a do 2021r. chcą zbudować bloki energetyczne o mocy ok. 26 tys. MW.

Wydaje się, że obecny kryzys na rynku kredytowym i związany z nim wzrost awersji do ryzyka (zarówno wzrost kosztu kredytu jak i dostępności) nie będzie dotyczył w znacznym stopniu branży energetycznej z dwóch powodów. Po pierwsze energia elektryczna w dzisiejszej gospodarce jest dobrem pierwszej potrzeby, po drugie proces inwestycyjny w przypadku pojedynczej elektrowni trwa ok. 6-7 lat, a w całej energetyce zgodnie z szacunkami potrwa ok. 20-25 lat. Oznacza to iż brak dostępu do kapitału i spowolnienie gospodarcze będzie miało jedynie przejściowy charakter. Przejściowo negatywny wpływ będzie miała także sytuacja na rynku kapitałowym, za pomocą którego spółki chcą pozyskiwać fundusze na inwestycje, m. in. deklaracje PGE czy Tauron. Na GPW zadebiutowała dotychczas tylko ENEA S.A.

Pewnym problemem może być także sposób ustalania cen energii, które wpływają na zyskowność przedsiębiorstw energetycznych (nie tylko dystrybutorów ale także wytwórców). Obecnie system polega na zatwierdzaniu tarif przez URE. Ceny miały być uwolnione od początku 2009 r. jednakże na razie obowiązywać będzie system dotychczasowy.

## Finanse

### **Ostatnie cztery kwartały pod znakiem poprawy**

Przychody ze sprzedaży liczone narastająco za ostatnie 4 kwartały wyniosły 1,198 mld zł co oznacza wzrost w porównaniu do tego samego okresu ubiegłego roku o 8,9%. Wzrost kosztów wytworzenia spowodował spadek rentowności brutto na sprzedaży z poziomu 7,2% do 6,6%, przy czym w największym stopniu oddziaływał na to bardzo słaby pod tym względem III q 2008 r. Zysk operacyjny (EBIT) wyniósł 34,9 mln zł zwiększając się o 65% w stosunku do poprzednich 4 kwartałów (IV q '06 – III q '07). Rentowność EBIT w omawianym okresie wyniosła 2,9% i zwiększyła się o 1 pkt. procentowy. Poprawa ta wynikała częściowo ze zdarzeń jednorazowych związanych z wyceną kontraktów długoterminowych. Łącznie za ostatnie 4 kwartały wynik na pozostałej działalności był dodatni i osiągnął wartość 6,2 mln zł, podczas gdy w okresie IV q '06 – III q '07 strata netto na tej działalności wyniosła 17,5 mln zł.

Skumulowany zysk netto (przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej) w omawianym okresie miał wartość 15,4 mln zł i wzrósł rok do roku o 12,4%. Rentowność netto w wartościach względnych poprawiła się jedynie kosmetycznie i wyniosła 1,28% (1,24% w poprzednim okresie).

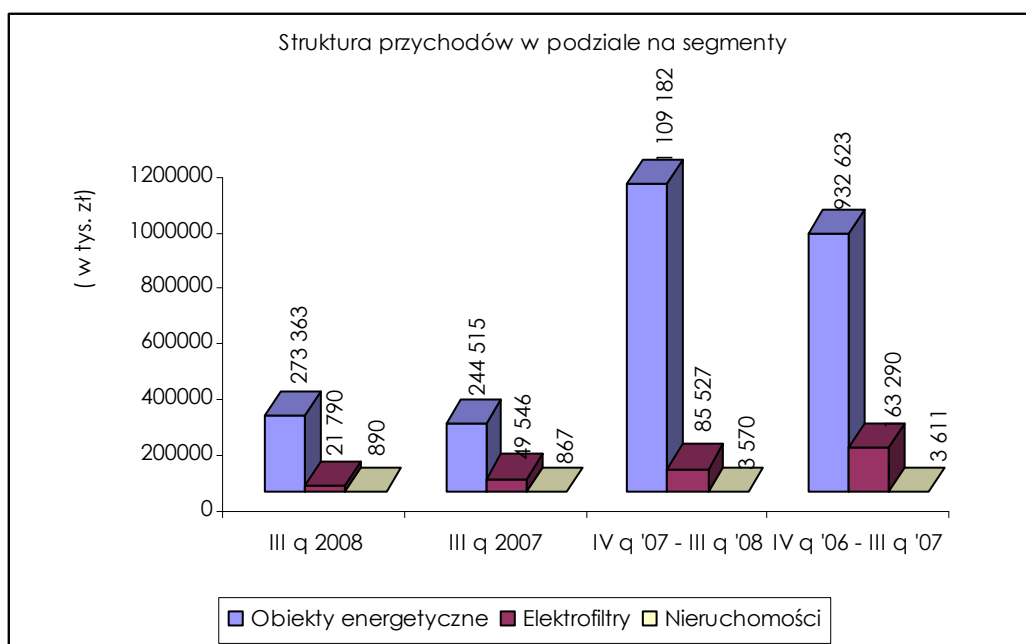
Tab. Wybrane pozycje rachunku zysku i strat

	<b>IV q '07- III q '08</b>	<b>IV q '06 - III q '07</b>	<b>III q '08</b>	<b>III q '07</b>
<b>Przychody</b>	<b>1 198 279</b>	<b>1 099 524</b>	<b>294 607</b>	<b>294 928</b>
<b>Zysk brutto na sprzedaży</b>	<b>79 511</b>	<b>79 116</b>	<b>11 251</b>	<b>16 833</b>
<i>Rentowność brutto na sprzedaży</i>	6,64%	7,20%	3,82%	5,71%
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>34 985</b>	<b>21 145</b>	<b>4 412</b>	<b>4 896</b>
<i>Rentowność EBIT</i>	2,92%	1,92%	1,50%	1,66%
<b>Zysk netto*</b>	<b>15 373</b>	<b>13 666</b>	<b>4 627</b>	<b>3 655</b>
<i>Rentowność netto</i>	1,28%	1,24%	1,57%	1,24%

\*przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej  
Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe RAFAKO S.A.

### **III q 2008- wzrost rentowności netto dzięki zdarzeniom jednorazowym**

Przychody ze sprzedaży Grupy Rafako w III q 2008 r. były niemalże na takim samym poziomie jak w porównywalnym okresie 2007 r. i wyniosły 296,6 mln zł w porównaniu do 294,9 mln przed rokiem. W III q 2008 r. w porównaniu do III q 2007 r. wzrósł udział przychodów uzyskiwanych z segmentu obiektów energetycznych, który odpowiadał za 92% przychodów. Spadł natomiast udział segmentu elektrofiltrów do poziomu 7,3% (z 16,8%).



W III q 2008 r. koszty sprzedanych produktów rosną szybciej niż przychody, w związku z czym zmniejszeniu uległa marża brutto na sprzedaży o 1,7 punktu procentowego do poziomu 3,9%. Po odliczeniu kosztów sprzedaży (wzrost R/R o 32%) oraz kosztów zarządu (wzrost R/R o 55%) Grupa Rafako wykazała 2,7 mln straty na sprzedaży. Dzięki dodatniemu saldu pozostałej działalności operacyjnej (m. in. rozwiązanie rezerw związanych z przewidywanymi stratami na kontraktach oraz wycenie kontraktów długoterminowych) skonsolidowany zysk na działalności operacyjnej wyniósł 4,4 mln zł. Skonsolidowany zysk netto w III q 2008 r. wyniósł 4,6 mln zł co oznaczało wzrost o 26% w stosunku do tego samego okresu 2007 r. Gdyby nie zdarzenia jednorazowe zarówno EBIT jak i zysk netto byłyby znacznie słabsze, a poprawianie ich działalnością nie związaną z „core businessem” nie jest informacją pozytywną, szczególnie mając w pamięci tak dobre warunki zewnętrzne.

Na koniec III q 2008r. Grupa nie posiadała długoterminowych kredytów bankowych i pożyczek, zaś krótkoterminowe zadłużenie oprocentowane miało wartość 16,5 mln zł co stanowiło zaledwie 2% pasywów. Znaczną część zobowiązań (ok. 50%) stanowią przychody przyszłych okresów, w których Rafako ujmuje wycenę kontraktów długoterminowych oraz otrzymane na poczet przyszłych dostaw zaliczki. Pozytywnym aspektem jest znaczny spadek należności krótkoterminowych co wpływa na poprawę płynności.

Tab. Wybrane pozycje bilansu

	na koniec III q '08	Na koniec III q '07
<b>Aktywa razem</b>	822 194	829 182
<b>Kapitał własny</b>	372 909	348 462
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	30 574	38 147
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	418 711	442 573
<i>w tym przychody przyszłych okresów</i>	225 520	202 872

## **Ciekawostki ze Spółki**

### **„Krymska stocznia”**

W grudniu 2008 r. Rafako otrzymało postanowienie sądu ukraińskiego, zasądzające na rzecz Rafako kwotę 11,5 mln USD tytułem odszkodowania za odstąpienie od umowy przez ukraińskiego kontrahenta Donieckobłenergo SA. Postanowienie uprawomocniło się z początkiem 2009 r. Połowa zasądzonej kwoty ma być uregulowana w gotówce, natomiast druga połowa poprzez przekazanie udziałów w stoczni znajdującej się na Krymie. Rafako ma już pomysł na zagospodarowanie stoczni, rozważa bowiem wykorzystanie istniejącej infrastruktury do produkcji kotłów oraz portu do transportu urządzeń wielkogabarytowych. Całe zdarzenie korzystnie wpłynie na wyniki finansowe Rafako w 2009 r. Po pierwsze spółka dostanie gotówkę przez co poprawi płynność, po drugie rozwiąże wcześniej związane rezerwy związane z zerwanym kontraktem. Możliwe także, iż po wycenie aktywów stoczni przez audytora okaże się, iż jej wartość jest wyższa niż początkowo szacowano przez co Spółka zanotuje dodatkowe zyski. Dodatkowe korzyści spółka może osiągnąć poprzez dostęp do nowych rynków oraz dzięki niższym kosztom produkcji. Sprawa uregulowania zobowiązania udziałami w stoczni nie jest jeszcze w 100% przesądzona ale zgodnie z deklaracjami Zarządu Rafako bardzo prawdopodobna.

### **„Toksyczne zabezpieczenia”**

Należąca do Grupy Rafako spółka ELWO zawierała kontrakty opcyjne zabezpieczające wartość umów wycenianych w walutach obcych z czterema bankami ING BSK, Fortis, Millenium oraz Pekao. Zgodnie z informacjami łączna wartość zobowiązań, które musi rozliczyć wynosi 149 mln zł. ING BSK rozwiązał umowę opcji oraz zajął rachunek bankowy ELWO, na którym było 14 mln zł. W związku z powyższym spółka ELWO złożyła wniosek o upadłość. Oznacza to m.in. konieczność dokonania odpisu utraty wartości posiadanych przez RAFAKO udziałów w ELWO, które w księgach finansowych opiewały na wartość 19 mln zł. Taka też będzie wartość odpisu, która obciąży koszty finansowe. Najprawdopodobniej wszystkie kontrakty, które związane były z bieżącą działalnością ELWO przejmie Rafako, dzięki czemu nie będzie konieczności zapłaty odszkodowań oraz negatywnego wpływu na skonsolidowane przychody.

## **Podsumowanie**

Grupa RAFAKO systematycznie (choć ostatnio z mniejszą dynamiką) zwiększa swoje przychody korzystając z dobrej koniunktury branży, do której kieruje swoje produkty i usługi. Niestety wzrost przychodów dotychczas nie pokrywa się ze wzrostem rentowności, szczególnie brutto na sprzedaży. Szansą na szybsze zwiększanie przychodów oraz poprawę rentowności może okazać się nowa strategia, której założeniem jest przyjęcie roli generalnego wykonawcy inwestycji, a nie jak dotychczas tylko podwykonawcy ewentualnie członka konsorcjum. Spółka zdobywa już na tym polu pierwsze doświadczenia związane z budową instalacji odsiarczania spalin w Elektrociepłowni Siekierki. Walka nie będzie jednak łatwa. Mimo, iż wśród rodzimych podmiotów RAFAKO właściwie nie ma konkurencji to jednak poważnymi chętnymi do części „energetycznego tortu” są m.in. zagraniczni giganci w postaci Alstomu czy Foster Wheler, posiadający ogromne doświadczenie w energetyce, także na rynku polskim. Występowanie w roli generalnego wykonawcy będzie się także wiązać ze zwiększonym zapotrzebowaniem na kapitał. Należy również podkreślić, że pewien „handicap” może wynikać z niewielkiego zadłużenia zarówno na poziomie jednostkowym jak i całej Grupy.

Wartym uwagi jest także fakt, iż obecnie spółka wyceniana jest poniżej wartości księgowej - wskaźnik P/BV w okolicach 0,66 (KOPEX 0,4, ZUK Słupsków 1,26 ; dla sektora elektromaszynowego 0,9). Wskaźnik P/E oscyluje wokół poziomu 15,5 (KOPEX 12,3 ; ZUK Słupsków 8,3 dla sektora elektromaszynowego 11,2 ). Wskaźnik MC/EBITDA (uwzględniając 4 ostatnie kwartały) wynosi 7,3 (dla KOPEX 4,38 , dla ZUK Słupsków 5,78).

## **Analiza techniczna**

Kurs akcji Rafako od lipca 2007 roku porusza się w trendzie spadkowym. W ostatnich tygodniach obserwujemy jednak korektę wzrostową. Kluczowy dla jej trwałości okaże się test poziomu 4-4,15 zł (luka oraz przyśpieszona linia trendu spadkowego). Przebicie tego przedziału mogłoby przyczynić się do kontynuacji wzrostów do minimum 4,8 zł, a w przypadku przebicia tej wartości w średnim terminie do nawet 6-7 zł.

Póki co na wykresie dominuje jednak trend spadkowy, a więc trzeba założyć również negatywny scenariusz, który może się zrealizować w przypadku przetamania wsparcia w przedziale 3,2-3,34 zł. Wówczas kurs powinien testować co najmniej poziom ostatniego dołka z grudnia 2008 roku na poziomie 2,8 zł, a w przypadku jego przetamania należałoby spodziewać się przyśpieszenia spadków.

Dopóki nie pojawi się jeden z powyżej wskazanych średnioterminowych sygnałów należy założyć, że kurs będzie poruszał się w trendzie bocznym w przedziale 2,8-4,15 zł.



Autor:

Piotr Pochmara  
Specjalista ds. Interwencji i Analiz  
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

*Niniejsze opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Stąd SII oraz autor nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.*