



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHOS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 5,0 PLN

26 CZERWIEC 2014

Nasze prognozy zakładające odbicie na rynku butadienu w 2014 roku nie sprawdziły się. Na przeszkodzie stanęła utrzymująca się nadpodaż mocy produkcyjnych w Chinach. Niemniej rynek wciąż tkwi w dołku i kwestią czasu jest kiedy z niego wyjdzie. Obecne relacje cen głównych produktów/surowców są bliskie ekstremów, porównywalne z okresem 2008/2009, 2000/2002 czy z 1990/1992. Nigdy jednak formowanie dołka nie trwało tak długo jak teraz. Zakładamy, że niekorzystna sytuacja może potrwać do 2016 roku, ale nie powinno zachwiać to polityką dywidendową spółki (oczek. DY 6%). Nie spodziewamy się przy tym dalszego pogorszenia cen i marż, bowiem są one już historycznie niskie, a wielu producentów w Azji ogranicza bądź przesuwa otwarcie nowych projektów inwestycyjnych. Bieżący rok ma być pod tym względem najgorszy. W Chinach przybędzie ok. 1 mln ton mocy w butadienie, dlatego jesteśmy ostrożni co do prognoz wyników spółki na 2014-2015 (poniżej konsensusu rynkowego). W 2016 roku pojawiają się pierwsze efekty z nowej fabryki SSBR w Oświęcimiu, przez co zadłużenie po intensywnym programie inwestycyjnym, powinno spadać umożliwiając spółce wypłatę wyższej dywidendy. W rezultacie podtrzymujemy zalecenie AKUMULUJ obniżając jednocześnie cenę docelową do 5,0 PLN/akcję.

Obecna relacja cen butadienu do ropy (1,44x) znajduje się dużo poniżej historycznych średnich (ponad 2,0x). Taki stan rzeczy trwa już od 4Q'12. W szczycie kryzysu finansowego 2008/2009 niekorzystna relacja utrzymywała się zaledwie dwa kwartały z rzędu. Średniorocznie 2014 rok jest pod tym względem najgorszy od 1991 roku. Niskie ceny butadienu to zasługa nadpodaży na rynku. Najgorszy ma być bieżący rok, kiedy w Chinach planuje się oddanie ok. 1 mln ton mocy produkcyjnych (ponad 6% globalnego rynku). Z drugiej strony nie spodziewamy się już niższych cen, bowiem przy obecnych kosztach i w relacji do innych produktów krakingu ropy naftowej (np. etylen, propylen) jego produkcja staje się nieopłacalna. Na nowszych instalacjach wykorzystanie mocy produkcyjnych to zaledwie 50-60%. Niemniej odbicie rynku do satysfakcjonujących poziomów (ponad 2x ropy nafta) powinno zająć zdecydowanie więcej czasu niż wcześniej zakładaliśmy (2015/2016 rok).

Oprócz niekorzystnych cen butadienu i ropy dodatkowym problemem są niskie ceny kauczuku naturalnego. Notowania TSR20 spadły w kwietniu/czerwcu'14 do ok. 1600 USD/t, czyli poziomu najniższego od lipca 2009 roku. Relacja jego ceny do syntetycznego odpowiednika jest najniższa od 2002 roku, co wpływa na pewną substytucję syntetyków, szczególnie w obszarze pozaoponarskim. W ostatnich dniach obserwujemy jednak nieznaczny odbudowę cen. Wg prognoz Continental z maja'14 ceny TSR20 powinny odbić powyżej 2600 USD/t do końca roku. W naszych prognozach nie jesteśmy tak optymistyczni (oczekujemy ok. 2000 USD/t). Podobnie jak w przypadku butadienu, gdzie spodziewamy się relatywnie płaskiego rynku w 2014 roku (ok. 1500 USD/t) wobec ponad 1600 USD/t w prognozach Continental.

Długoterminowo spółka jest relatywnie dobrze przygotowana na nowe wyzwania jakie stoją przed branżą petrochemiczną w obliczu rewolucji gazu z łupków. Boom inwestycyjny związany z konwersją krakingu naftowego na konkurencyjny kosztowo etanowy będzie przyczyniał się do niedoboru butadienu. W 2014 roku planuje się oddać 1,8 mln ton, a łącznie do 2017 roku na rynku przybędzie 7-8 mln ton nowych mocy w etylenie, co odpowiada ok. 25-29% obecnego rynku w USA i 4,9-5,6% światowego.

Wycena DCF [PLN]	5,0
Wycena porównawcza [PLN]	4,1
Wycena końcowa [PLN]	5,0
Potencjał do wzrostu / spadku	13,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,39
Kapitalizacja [mln PLN]	5 809
Ilość akcji [mln. szt.]	1 323
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	5,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,4
Stopa zwrotu za 3 mc	-12,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18,7%
Struktura akcjonariatu:	
Sołowow Michał z FTF Galleon SA i Barco Capital Investment Ltd.	62,5%
Pozostali	37,5%

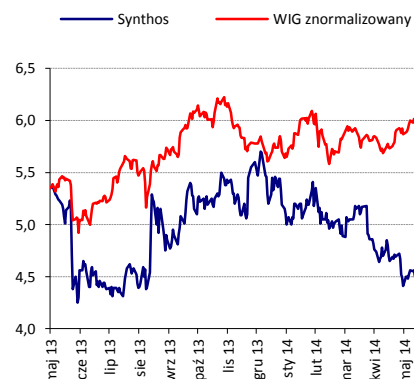
Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Przychody [mln PLN]	5 440,7	6 206,5	5 359,3	5 390,4	5 787,2	6 312,4
EBITDA [mln PLN]	1 182,3	932,1	605,3	618,5	703,7	886,4
EBIT [mln PLN]	1 032,3	776,1	453,0	469,3	521,3	691,4
Wynik netto [mln PLN]	960,3	586,3	416,9	412,4	446,4	589,1
P/BV	2,0	2,0	2,5	2,5	2,4	2,2
P/E	6,0	9,9	13,9	14,1	13,0	9,9
EV/EBITDA	4,7	6,2	10,5	10,8	10,0	8,2
EV/EBIT	5,4	7,4	14,1	14,2	13,6	10,5
DY w okresie	1,4%	7,9%	12,9%	6,0%	5,7%	6,1%



Publikowanie w prasie lub w Internecie w całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

Informacje, o których mowa w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów znajdują się na ostatniej stronie Raportu.

SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
WYNIKI FINANSOWE 1Q'14 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	12
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO.....	15
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023	18
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2014-2023 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 5,0 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych konkurentów, oparta na prognozach wyników na lata 2014 – 2016 dała wartość 1 akcji na poziomie 4,1 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 100% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 0% dla wyceny porównawczej z uwagi na szerszy zakres działalności konkurentów, integrację pionową Synthosa i hojną politykę dywidendową (DY 6%). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,0 PLN.

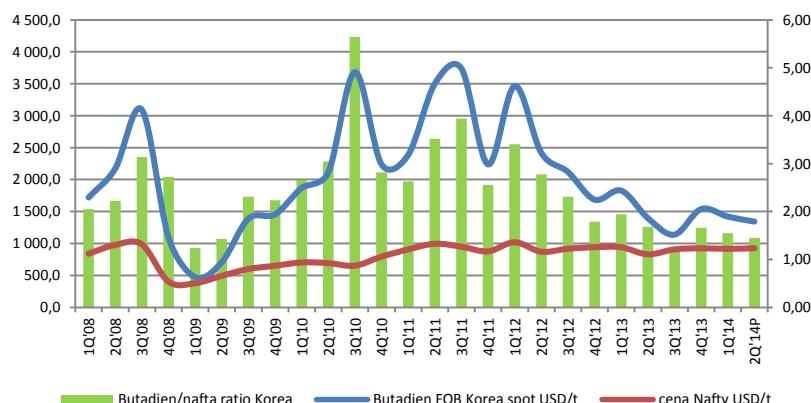
Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	100%	5,0
Wycena metodą porównawczą [PLN]	0%	4,1

Wycena spółki [PLN] **5,0**

Źródło: BDM S.A.

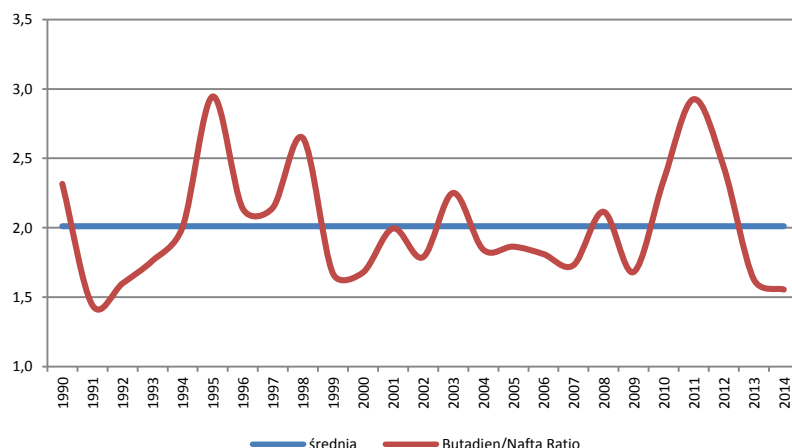
Relacja cen butadienu i ropy



Relacja cen butadienu do ropy utrzymuje się poniżej długoterminowej średniej (2-2,5x) od 4Q'12. Wyjście rynku z koniunkturalnego dołka utrudnia nadpodaż mocy na rynku chińskim. Liczymy, że stan ten może potrwać do 2015/2016. Z drugiej strony trudno oczekiwać pogorszenia obecnej sytuacji...

Źródło: BDM S.A., Bloomberg. Lewa skala: cena butadienu i ropy [USD/t]. Prawa skala: butadien/nafta ratio

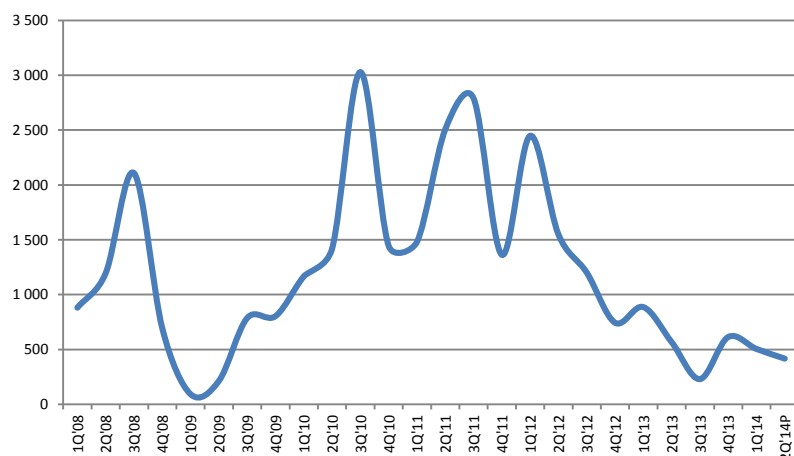
Długoterminowa relacja cen butadienu i ropy



... bowiem wielu producentów przy bieżących cenach/marzach ogranicza wykorzystanie mocy produkcyjnych. Poza tym, obecna relacja cen butadienu i ropy jest średniorocznie najgorsza od... 1991 roku ! W skali kwartału są to poziomy z 1-2Q'09. Wówczas jednak zdecydowanie szybciej nastąpiło odbicie rynku.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg.

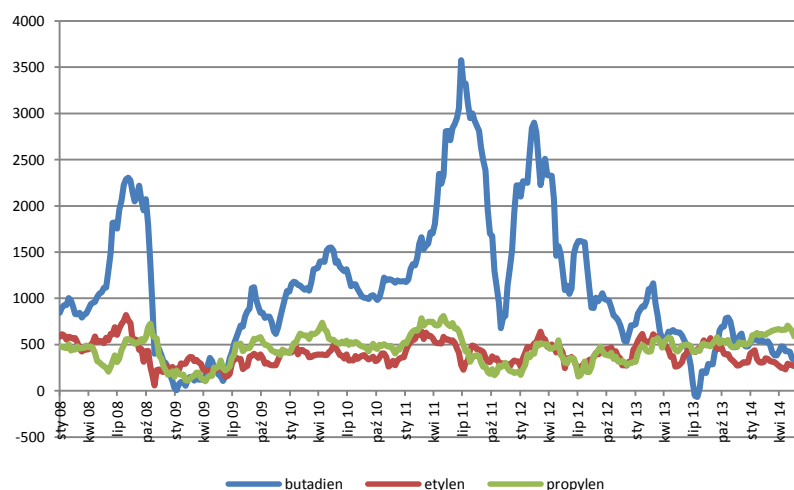
Marża butadien-nafta [USD/t]



Różnica cen między butadienem a naftą jest najniższa od szczytu kryzysu finansowego w 1Q'09,...

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

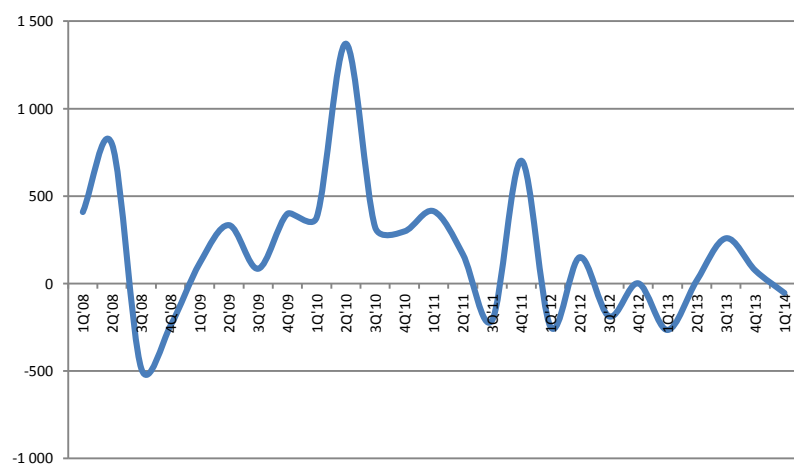
Teoretyczne marże na produkcji butadienu, etylenu i propyleny [USD/t]



... a od praktycznie roku niższa niż marża na produkcji etylenu czy propyleny, wobec czego produkcja butadienu przestała się opłacać.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

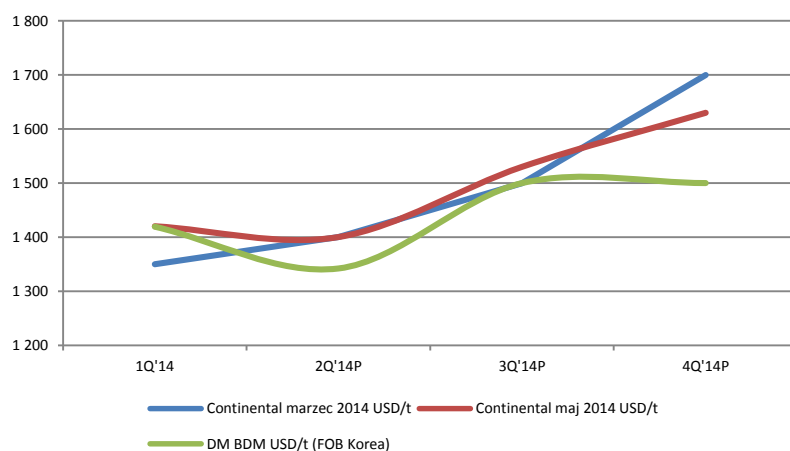
Różnica w cenach butadienu w Azji (Korea) i Europie [USD/t]



Przyrost mocy produkcyjnych butadienu w Azji przyczynił się do spadku tamtejszych cen poniżej europejskich notowań. W rezultacie producenci kauczuków na Starym Kontynencie stracili konkurencyjność.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg

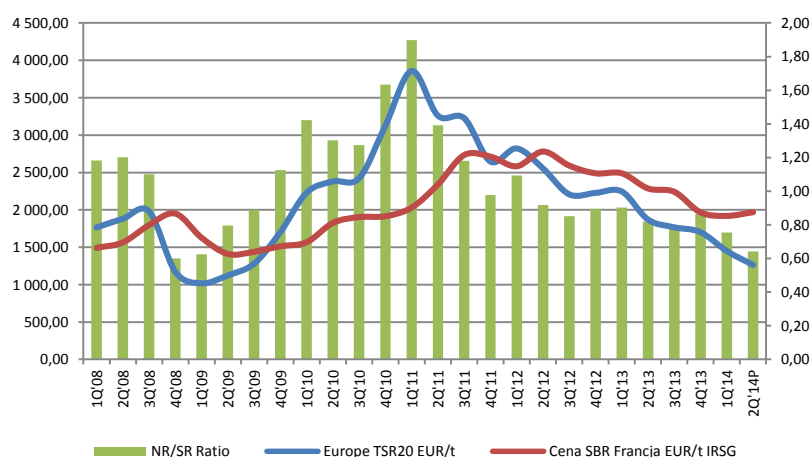
Proгноzy cen butadienu [USD/t]



Oczekujemy relatywnie płaskiego rynku butadienu do końca roku (100 USD/t podwyżki w 2H'14). Nasze prognozy są poniżej konsensusu np. Continental.

Źródło: BDM S.A., Continental

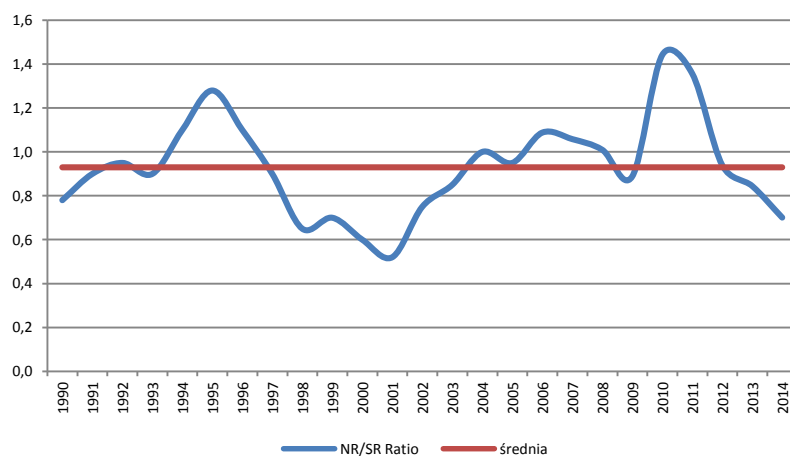
Relacja cen kauczuku naturalnego i syntetycznego



Oprócz niskich cen butadienu wynikających z nadpodaży mocy na rynku w biznes Synthosa „uderzają” dodatkowo niskie ceny kauczuku naturalnego. Wskutek nadprodukcji i upływniania zapasów jego ceny od 2 lat znajdują się poniżej syntetycznego, na podobnym poziomie co w szczycie kryzysu finansowego 2008/2009.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, IRSG. Lewa skala: cena SBR i TSR20 [EUR/t]. Prawa skala: TSR20/SBR ratio (NR/SR ratio)

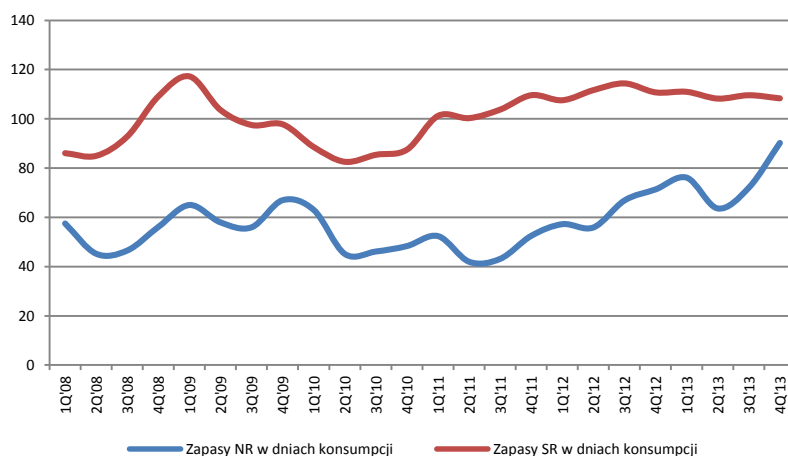
Długoterminowa relacja cen kauczuku naturalnego i syntetycznego



Średnioroczna relacja cen kauczuku naturalnego i syntetycznego jest najniższa od... 2002 roku, co wpływa na substytucję syntetyków szczególnie w obszarze pozaoponiarskim.

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, IRSG

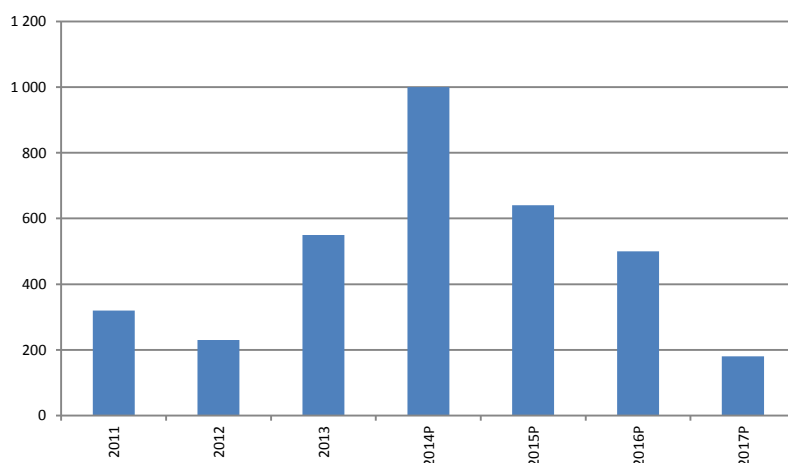
Zapasy w dniach konsumpcji kauczuku syntetycznego (SR) i naturalnego (NR)



Zapasy w dniach konsumpcji kauczuku naturalnego są rekordowe w historii, natomiast zapasy kauczuków syntetycznych są cały czas poniżej poziomów notowanych w szczycie kryzysu finansowego 2008/2009.

Źródło: BDM S.A., IRSG

Nowe moce produkcyjne butadienu w Azji [tys. ton]



Źródło: BDM S.A., Nexant

Obecny 2014 rok jest rekordowy pod względem przyrostu nowych mocy butadienu w Chinach. Dlatego nie spodziewamy się odbicia rynku w tym roku. Nadpodaż wciąż będzie ciężać nad rynkiem. Do „normalności” (butadien/nafta ratio 2-2,5x) powinien powrócić on w 2016 roku, aczkolwiek wciąż istnieje ryzyko przeciągnięcia tego terminu.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Zdecydowane pogorszenie koniunktury gospodarczej**

Branża chemiczna jest działalnością cykliczną. W przypadku Synthosu decydującą rolę odgrywa koniunktura w branży motoryzacyjnej, który jest największym odbiorcą kauczuków syntetycznych (opony, pozostałe wyroby gumowe). Niemniej wpływ ten jest ograniczony, bowiem tylko 20-30% produktów spółki trafia na oryginalne wyposażenie (70-80% stanowi rynek replacement). Długoterminowo rynek motoryzacyjny powinien rosnąć dzięki zwiększaniu mobilności w krajach azjatyckich (Chiny, Indie).

▪ **Ryzyko substytucji kauczuków ESBR**

Kauczuki ESBR, czyli główny produkt w ofercie spółki (ponad 300 tys. ton mocy rocznie, ponad 2,0 mld PLN przychodów czyli 39% ogółu w Grupie- 2013 rok) to produkt masowy, tani, z niską wartością dodaną i relatywnie niską barierą wejścia na rynek. W związku z polityką etykietowania opon popyt na kauczuki z lepszymi właściwościami powinien rosnąć kosztem ESBR. W kauczukach ESBR przodują obecnie Chińczycy, a liderzy na Zachodzie preferują produkty bardziej zaawansowane jak PBR (Nd-PBR, Li-PBR) czy SSBR. Obecnie Synthos przechodzi transformację produktową. W 2011 roku ruszyła instalacja Nd-PBR (530 mln PLN przychodów w 2013 roku czyli blisko 10% ogółu). Obecnie trwa budowa SSBR/Li-PBR w Oświęcimiu (koniec 2H'15), a spółka poinformowała o kolejnej fabryce PBR w Brazylii (koniec w 2017 roku). Plan zakłada dalsze zwiększanie oferty produktowej w kauczukach innych niż ESBR. Wskazujemy ponadto, że fabrykę ESBR w Dworach (max 191 tys. ton) spółka może przestawić na wyżej przetworzone produkty.

▪ **Ryzyko nadpodaży kauczuków syntetycznych**

Mimo relatywnie dobrego popytu z rynku oponiarskiego presja cenowa na kauczukach wynika głównie z nadwyżki mocy produkcyjnych. W ostatnim czasie oddane zostały do użytku nowe instalacje w Azji, zarówno po stronie kauczuków (szczyt w 2015 roku ok. 0,8 mln ton) jak i butadienu (szczyt w 2014 roku ponad 1 mln ton). Dodatkowa presję wywiera upływanie zapasów czy nadpodaż kauczuku naturalnego i jego niskie ceny. W rezultacie wielu chińskich producentów ESBR ograniczyło wykorzystanie mocy (nawet do 50%), bądź zdecydowało się na przeprowadzenie nieplanowanych postojów. Istnieje ryzyko, że wskutek utrzymującej się nadpodaży spółce nie uda się wypracowywać satysfakcjonujących marż.

▪ **Ryzyko rynku polistyrenów**

Segment styrenopochodnych odpowiada za 37% przychodów Grupy. W Europie większość styrenu powstaje jako produkt uboczny tlenku propylenu (instalacje SMPO- Styrene Monomer Propylene Oxide). Jednostki styrenowe Synthosu (z etylobenzenu) są małe (ok. 300 tys. ton mocy) i przestarzałe, a spółka ma podpisane niekorzystne, długoterminowe kontrakty na odbiór podstawowych surowców (etylenu i benzenu). Średnia marża EBIT w latach 2004-2012 sięgała 1-2%. Od 3Q'13 dzięki niższym cenom benzenu (3Q-4Q'13) i etylenu (1Q'14) marża wzrosła do 7-10%. W długim terminie jest jednak nie do utrzymania.

▪ **Ryzyko wzrostu cen surowców, niedoboru butadienu**

Większość kosztów w spółce stanowią surowce, dla których podstawowym benchmarkiem są notowania ropy naftowej. Zaburzenia po stronie podaży „czarnego złota” (konflikty międzynarodowe, peak oil na Bliskim Wschodzie itp.) mogą przyczynić się do wzrostu cen, których nie zakładamy (długoterminowo oczekujemy ceny baryłki Brent na poziomie 100 USD wobec 110 USD obecnie). Niemniej spółka jest o tyle w komfortowej sytuacji, że w przypadku rynku kauczuków formuły cenowe mają wbudowany koszt podstawowego surowca butadienu. Butadien w długim terminie zależy od notowań ropy naftowej. Dzięki wspólnemu przedsięwzięciu z Unipetrol Synthos jest także producentem butadienu, co pokrywa ponad 40% zapotrzebowania na surowiec. Na pozostałą część spółka ma podpisane długoterminowe kontrakty (już zabezpieczone dla fabryki SSBR). Poza tym rewolucja łąkowa uderza głównie w producentów azjatyckich (najwyższy krańcowy koszt wytworzenia petrochemikaliów).

▪ **Ryzyko walutowe**

Spółka ma długą pozycję w euro i krótką w dolarze (surowce), wobec czego istotne zmiany kursu EUR/USD mogą wpłynąć na rentowność biznesu.

▪ **Ryzyko głównego akcjonariusza**

Głównym akcjonariuszem jest Pan Michał Sołtów (62%) będący także właścicielem innych giełdowych spółek (Echo, Rovese). Na koniec 2013 roku Synthos posiadał ok. 63,3 mln akcji Rovese (7,8%) i ok. 17,9 mln akcji Echo (4,26%).

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta 1,0.

Główne zmiany w modelu (szczegóły zostały przedstawione na ostatnich stronach raportu):

Nasze prognozy zakładające odbudowę rynku kauczuków syntetycznych już od 2014 roku nie sprawdziły się. Na przeszkodzie stanęła spora nadpodaż produktów głównie w Azji, przez co niskie ceny jak i marże (wysokie koszty produktów ropopochodnych) utrzymują się już kolejny kwartał z rzędu. Liczymy, że stan ten może potrwać jeszcze do 2015 roku, a powrotu do „normalności” (butadien/nafta ratio 2-2,5x wobec 1,4x obecnie) oczekujemy w 2016 roku.

Wolumeny sprzedaży

W związku ze słabą koniunkturą na rynku kauczuków syntetycznych obniżyliśmy wolumeny sprzedaży ESRB o 6,6% r/r w 2014 roku i PBR o 9,7% r/r. Założenia dla PBR zrewidowaliśmy także na kolejne lata (-5% r/r). Z drugiej strony ożywienie w budowlance wpłynęło na nieznaczne podniesienie prognoz dla polistyrenów.

Ceny produktów

Poprzednio zakładaliśmy, że rynek relatywnie szybko, podobnie jak w 2008/2009 roku, odbuduje ceny do historycznych średnich. Niestety przez utrzymującą się nadpodaż zarówno kauczuków syntetycznych jak i naturalnych musieliśmy obniżyć nasze założenia o 12-26% w przypadku ESRB i 20-26% dla PBR. Ceny butadienu kształtują się obecnie na poziomie ok. 1400 USD/t. Do końca roku oczekujemy relatywnie płaskich cenników (1500 USD/t) i wzrostu cen do 1800 USD/t w 2015 roku. Powrotu do „normalności” (butadien/nafta ratio 2-2,5x wobec 1,4x obecnie) spodziewamy się dopiero w 2016 roku (2000 USD/t butadienu). Rok temu zakładaliśmy ok. 2000 USD/t już od początku 2014 roku.

Ceny surowców

Dodatkowym obciążeniem dla spółki są wysokie ceny C4 wynikające z kosztów ropy naftowej. W poprzedniej rekomendacji spodziewaliśmy się ceny Brent w okolicach 100 USD/bbl. Obecnie ceny kształtują się na poziomie 110-115 USD/bbl przez ciągłe napięcia na Bliskim Wschodzie (ataki sunnickich separatystów w Iraku). Nasze prognozy cen ropy zawsze opieramy na krzywej kontraktów terminowych. Zakładają one spadek cen do 100 USD/bbl dopiero od 2017 roku. Wyższe koszty ropy wpłynęły oczywiście na podwyższenie cen większości surowców petrochemicznych jak nafty (C4) i styrenu obniżających marże na produkcji własnego butadienu i kauczuków, a także etylenu i benzenu pogarszających rentowność polistyrenów.

Waluty

W latach 2015-2016 pozytywnie na wyniki wpłynęła rewizja kursów walut z ok. 1,30 EUR/USD na 1,35 EUR/USD obecnie. Pozytywny wpływ na EBITDA to ponad 20 mln PLN EBITDA rocznie. Długoterminowo zmiany są niewielkie (1,35 vs 1,36 EUR/USD poprzednio).

CAPEX/dywidenda

Zaktualizowaliśmy CAPEX o nowe projekty, w szczególności fabrykę kauczuków PBR w Brazylii. W latach 2014-2015 na inwestycje spółka zamierza przeznaczyć ponad 1,1 mld PLN (więcej na stronach 15-16 niniejszego raportu).

Mimo dość szerokiego programu inwestycyjnego spółkę stać na utrzymanie hojnej polityki dywidendowej w okolicach 6% DY. Na koniec 2015 roku zadłużenie netto w relacji do EBITDA nie przekroczy 1,8x (polityka dywidendowa nie przewiduje dywidendy przy DN/EBITDA > 2,5x). Spółka ma więc jeszcze bufor na inne potencjalne inwestycje, których nie zakładamy.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2014-2023 przyjęliśmy na poziomie 11% z uwagi na optymalizację i działalność w SSE. W okresie rezidualnym zakładamy 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,323 mld akcji.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2013 roku (557,3 mln PLN) i wypłatą w maju'14 dywidendę w kwocie 410,2 mln PLN, pomniejszając o wartość rynkową pakietu akcji Echo i Rovese (189,7 mln PLN).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 1%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 26 czerwca 2013 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 6,6 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 5,0 PLN.

Model DCF

	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	5 359,3	5 390,4	5 787,2	6 312,4	6 731,6	6 860,0	7 051,1	6 969,0	6 977,8	6 986,8	6 995,9
EBIT [mln PLN]	453,0	469,3	521,3	691,4	781,6	835,2	884,6	871,9	877,2	882,8	888,2
Stopa podatkowa	10,7%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Podatek od EBIT [mln PLN]	48,3	51,5	57,3	76,1	86,0	91,9	97,3	95,9	96,5	97,1	97,7
NOPLAT [mln PLN]	404,6	417,8	464,0	615,3	695,6	743,3	787,3	776,0	780,7	785,7	790,5
Amortyzacja [mln PLN]	152,3	149,3	182,4	195,0	229,5	236,4	231,9	227,4	223,2	219,2	215,5
CAPEX [mln PLN]	-300,3	-505,4	-663,5	-521,7	-583,3	-237,7	-230,2	-226,1	-222,2	-218,3	-214,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	94,9	68,7	-55,2	-73,1	-58,4	-17,9	-26,6	11,4	-1,2	-1,2	-1,3
FCF [mln PLN]	351,6	130,4	-72,3	215,5	283,5	724,2	762,4	788,6	780,4	785,3	790,3
DFCF [mln PLN]		125,3	-64,5	178,1	217,3	513,7	499,2	475,5	432,2	399,0	368,3
Suma DFCF [mln PLN]		3 144,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]		9 079,9	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		4 231,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		7 376,0									
Dług netto [mln PLN]*		967,5									
Wartość akcji Rovese i Echo [mln PLN]		189,7									
Wartość kapitału [mln PLN]		6 598,3									
Ilość akcji [mln szt.]		1 323,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		5,0									

Przychody zmiana r/r	0,6%	7,4%	9,1%	6,6%	1,9%	2,8%	-1,2%	0,1%	0,1%	0,1%
EBIT zmiana r/r	3,6%	11,1%	32,6%	13,0%	6,9%	5,9%	-1,4%	0,6%	0,6%	0,6%
FCF zmiana r/r	-62,9%	-155,5%	-397,9%	31,5%	155,5%	5,3%	3,4%	-1,0%	0,6%	0,6%
Marża EBITDA	11,5%	12,2%	14,0%	15,0%	15,6%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Marża EBIT	8,7%	9,0%	11,0%	11,6%	12,2%	12,5%	12,5%	12,6%	12,6%	12,7%
Marża NOPLAT	7,7%	8,0%	9,7%	10,3%	10,8%	11,2%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%
CAPEX / Przychody	9,4%	11,5%	8,3%	8,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%
CAPEX / Amortyzacja	338,6%	363,7%	267,5%	254,1%	100,5%	99,3%	99,5%	99,6%	99,6%	99,5%
Zmiana KO / Przychody	-1,3%	1,0%	1,2%	0,9%	0,3%	0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-220,8%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%

Źródło: BDM S.A. *- powiększony o 410,2 mln PLN dywidendy

Kalkulacja WACC

	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	75,8%	71,7%	71,2%	71,2%	76,9%	83,8%	90,4%	97,1%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	24,2%	28,3%	28,8%	28,8%	23,1%	16,2%	9,6%	2,9%	0,0%	0,0%
WACC	8,0%	7,8%	7,8%	7,8%	8,1%	8,3%	8,6%	8,9%	9,0%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	0,7	4,6	4,9	5,3	5,7	6,4	7,2	8,4	10,4	13,9
	0,8	4,3	4,6	4,9	5,3	5,8	6,5	7,5	9,0	11,4
	0,9	4,1	4,3	4,6	4,9	5,4	6,0	6,8	7,9	9,7
	1,0	3,8	4,0	4,3	4,6	5,0	5,5	6,1	7,1	8,4
	1,1	3,6	3,8	4,0	4,3	4,6	5,1	5,6	6,4	7,4
	1,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7	5,1	5,8	6,6
	1,3	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0	4,4	4,7	5,3	6,0

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	4,9	5,2	5,7	6,2	7,0	8,0	9,6	12,2	17,5
	4,0%	4,3	4,6	4,9	5,3	5,8	6,5	7,5	9,0	11,4
	5,0%	3,8	4,0	4,3	4,6	5,0	5,5	6,1	7,1	8,4
	6,0%	3,4	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7	5,1	5,8	6,6
	7,0%	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,1	4,4	4,8	5,4
	8,0%	2,8	2,9	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
	9,0%	2,6	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4	3,6	3,9

Źródło: BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
	3,0%	8,4	7,8	7,4	7,0	6,6	6,2	5,9	5,6	5,4
	4,0%	7,2	6,7	6,2	5,8	5,5	5,1	4,8	4,6	4,3
	5,0%	6,4	5,8	5,4	5,0	4,6	4,3	4,0	3,8	3,6
	6,0%	5,6	5,1	4,7	4,3	4,0	3,7	3,4	3,2	3,0
	7,0%	5,1	4,6	4,2	3,8	3,5	3,2	3,0	2,8	2,6
	8,0%	4,6	4,1	3,7	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2
	9,0%	4,2	3,7	3,3	3,0	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2014-2016 do wybranych spółek mających w ofercie kauczuki syntetyczne. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 0% z uwagi na szerszy profil działalności konkurentów oraz wysoką dywidendę w Synthosie. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 26 czerwca 2014 roku.

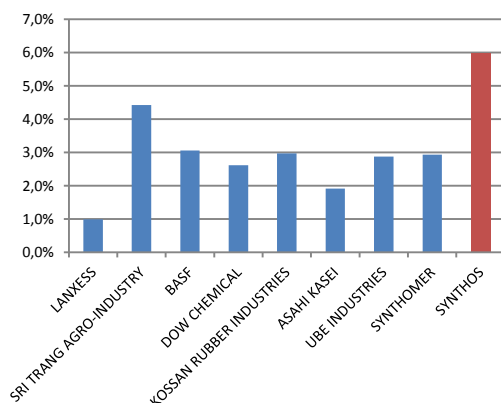
Porównując wyniki Synthosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 5,4 mld PLN, co odpowiada 4,1 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 4,39 PLN (bieżąca cena rynkowa) Synthos jest notowany z premią do konkurentów względem mnożników EV/EBITDA i EV/EBIT. Premia ta znajduje uzasadnienie przy wysokiej dywidendzie spółki. W odniesieniu do mnożnika P/E spółka handlowana jest z ok. 10% dyskontem.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
LANXESS AG	21,8	13,2	10,2	7,7	6,2	5,2	16,0	11,1	8,8
SRI TRANG AGRO-INDUSTRY PCL	15,1	12,9	10,3	10,9	9,9	10,3	20,7	18,3	16,0
BASF SE	14,7	13,5	12,2	8,4	7,8	7,1	11,8	10,7	9,7
DOW CHEMICAL CO/THE	18,1	15,3	12,7	8,9	8,2	7,2	13,0	11,4	9,5
KOSSAN RUBBER INDUSTRIES	13,5	11,4	9,9	8,1	6,8	5,9	10,2	8,5	7,2
ASAHI KASEI CORP	12,0	11,0	10,4	5,3	4,8	4,2	8,4	7,5	6,3
UBE INDUSTRIES LTD	13,0	10,1	8,7	5,9	5,0	4,6	12,9	10,1	8,6
SYNTHOMER PLC	11,1	10,1	9,5	7,0	6,2	5,7	8,4	7,4	6,7
Mediana	16,6	13,3	11,3	8,7	8,0	7,1	14,5	11,3	9,6
Synthos	14,1	13,0	9,9	10,8	10,0	8,2	14,2	13,6	10,5
Premia/dyskonto do spółki	-15,2%	-2,4%	-12,6%	24,2%	26,1%	14,2%	-2,1%	20,3%	8,8%
Wycena wg wskaźnika	5,2	4,5	5,0	3,4	3,3	3,7	4,5	3,5	3,9
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		4,9			3,5			4,0	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		4,1							

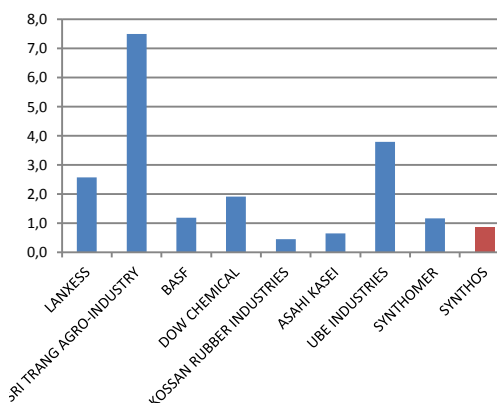
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 24.06.2014

DY w 2014 roku



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

DN/EBITDA po 1Q'14



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI FINANSOWE 1Q'14 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'14 okazały się zbieżne z naszymi oczekiwaniami. Przychody spadły o 10,7% r/r do 1 280 mln PLN, a EBITDA o 17,3% r/r do 158 mln PLN. Oczywiście największy ubytek marży widoczny był w podstawowym segmencie kauczuków. Tam przychody spadły o 22,6% r/r do 711 mln PLN, a EBITDA o 44% r/r do 75,5 mln PLN. Ceny butadienu utrzymywały się na niskich poziomach. W relacji do 1Q'13 spadły od 22% r/r (Korea) do 28% r/r (Europa). Oczekiwanie znaczne odbicie rynku nie nadeszło. Wciąż ciąży nadpodaż mocy produkcyjnych zarówno kauczuków syntetycznych jak i naturalnych wpływających na częściową substitucję syntetyków. Dodatkowo utrzymują się dość wysokie ceny ropy (zaledwie -2,7% r/r) podrażające koszt produkcji własnego butadienu w Kralupach. Słaby rynek odkłada się także na wolumenach sprzedaży. W 1Q'14 spadły one o ok. 7% r/r. W kwietniu GUS informował o spadku produkcji kauczuków aż o 22% r/r. Liczymy, że to tylko krótkotrwałe problemy. Do tej pory spółka umiejętnie trzymała wolumeny. Z drugiej strony dobra koniunktura panuje na styrenopochodnych. W ostatnich kwartałach segment ten wypracowywał 10-14% marży EBITDA, co jest poziomem najlepszym od 2010 roku. W 1Q'14 segment styrenowy zarobił 54 mln PLN EBITDA (+97% r/r) przy przychodach na poziomie 461 mln PLN (+15,1% r/r). W kolejnych kwartałach tak wysoka marża jest raczej nie do utrzymania. Oczekujemy jej spadku do 5-6% w 2H'14. Lepiej za to powinno być w kauczukach. Przy nieznacznie droższym butadienie (zakładamy wzrost z ok. 1400 USD/t do 1500 USD/t i utrzymanie tego poziomu w 2H'14) marża powinna poprawić się w okolice 12-14% EBITDA, co będzie oznaczać ok. 120 mln PLN EBITDA/kwartał w 2H'14 (trochę mniej niż 1Q'13). W całym roku wynik powinien raczej płaski (619 mln PLN EBITDA vs 605 mln PLN w 2013 roku). W 2015 roku oczekujemy stopniowego wychodzenia z dołka rynku kauczuków (butadien ok. 1800 USD/t), a powrotu do normalności (ceny butadienu 2-2,5x ropy) spodziewamy się w 2016 roku. Wtedy też wynik zacznie generować nowa instalacja SBR w Oświęcimiu.

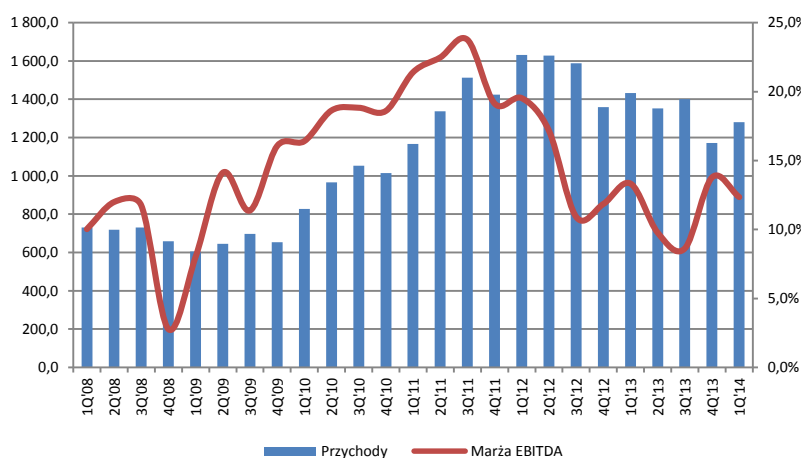
W bilansie aktywa spadły w 1Q'14 o 9% r/r. Aktywa trwałe wzrosły o 4,1% r/r, natomiast obrotowe spadły o 19,3% r/r głównie przez znaczny spadek kapitału obrotowego w konsekwencji niższej o ponad 10% r/r sprzedaży. Zapasy zmniejszyły stan o 36% r/r, a należności o 20% r/r. Wskaźniki rotacji poprawiły się, w przypadku zapasów o 13 dni (33 dni), a należności o 8 dni (70 dni). Szybszy spadek kapitału obrotowego pozwolił spółce wypracować całkiem przyzwoity cash flow operacyjny. Generalnie 1Q jest sezonowo słaby pod względem generowania gotówki. W 1Q'14 CFO wyniósł 94,7 mln PLN wobec -77,7 mln PLN przed rokiem. Na inwestycje spółka wydała netto 25,7 mln PLN wobec 42,3 mln PLN w 1Q'13. Większość nakładów inwestycyjnych przesunie się na kolejne kwartały. Spółka w 2014 roku zamierza zainwestować ok 500 mln PLN wobec 300 mln PLN w 2013 roku. To przy wypłacie dywidendy (410 mln PLN wypłaty w 2Q'14) będzie skutkowało wzrostem zadłużenia spółki. W relacji do EBITDA dług wzrośnie z 0,86x po 1Q'14 do 1,36x na koniec 2014 roku i 1,79x na koniec 2015 roku, który jest szczytem programu inwestycyjnego (ponad 1,1 mld PLN w latach 2014-2015). Zakładamy przy tym, iż spółka utrzyma politykę dywidendową na poziomie DY ok. 6%.

Wyniki finansowe za 1Q'14 [mln PLN]

	1Q'13	1Q'14	zmiana r/r	2012	2013	zmiana r/r	1Q'14P BDM	wyniki vs prognoza
Przychody	1 432,8	1 279,6	-10,7%	6 206,5	5 359,3	-13,7%	1 298,0	-1,4%
Zysk brutto na sprzedaży	230,1	195,5	-15,1%	1 040,3	739,7	-28,9%	206,3	-5,3%
EBITDA	190,9	158,0	-17,3%	932,1	605,3	-35,1%	168,7	-6,4%
EBIT	152,9	120,8	-21,0%	776,1	453,0	-41,6%	129,0	-6,4%
Zysk brutto	156,4	121,3	-22,4%	617,3	467,1	-24,3%	127,3	-4,7%
Zysk netto	134,9	108,1	-19,9%	586,3	416,9	-28,9%	113,3	-4,6%
Marża zysku ze sprzedaży	16,1%	15,3%		16,8%	13,8%		15,9%	
Marża EBITDA	13,3%	12,3%		15,0%	11,3%		13,0%	
Marża EBIT	10,7%	9,4%		12,5%	8,5%		9,9%	
Marża zysku netto	9,4%	8,4%		9,4%	7,8%		8,7%	

Źródło: BDM S.A. spółka

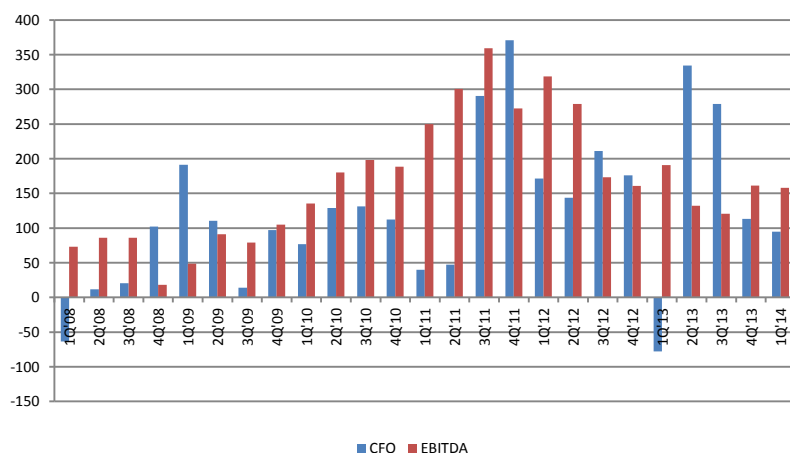
Przychody i marża EBITDA 1Q'08-1Q'14 [mln PLN]



W 1Q'14 przychody spadły o prawie 11% r/r a EBITDA o 17,3% r/r. Erozja wyników będzie jeszcze towarzyszyć spółce w 2Q'14. W 2H'14 oczekujemy nieznacznej poprawy, przez co całoroczna EBITDA powinna być praktycznie płaska r/r. W kolejnych latach oczekujemy stopniowego wyjścia rynku z dołka, aczkolwiek powrotu do „normalności” (cena butadienu 2-2,5x nafta) spodziewamy się dopiero w 2016 roku.

Źródło: BDM S.A. spółka. Lewa skala: przychody, prawa skala: marża

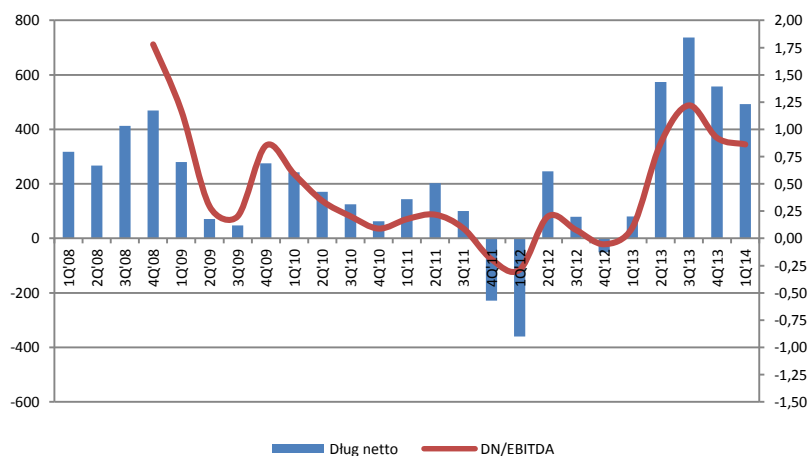
CFO i EBITDA 1Q'08-1Q'14 [mln PLN]



Spółka w 1Q'14 pokazała całkiem dobry cash flow, choć sezonowo okres 1Q jest słaby pod względem generowania gotówki. W kolejnych kwartałach nie uda się jednak uniknąć wzrostu zadłużenia.

Źródło: BDM S.A. spółka.

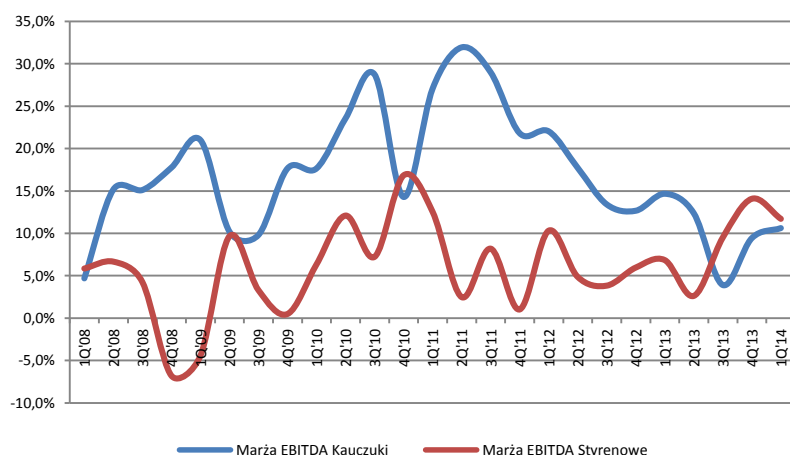
Dług netto [mln PLN] i dług netto/EBITDA 1Q'08-1Q'14



Dzięki dobremu cash flow w 1Q'14 (relatywnie wysoki CFO, niski CFI) zadłużenie netto udało się zbić do 0,86x EBITDA. Przy szerokim programie inwestycyjnym (1,1 mld PLN w 2014-2015) zadłużenie wzrośnie do 1,36x EBITDA na koniec 2014 roku i 1,79x EBITDA na koniec 2015 roku.

Źródło: BDM S.A. spółka. Lewa skala: dług netto, prawa skala: DN/EBITDA

Marża EBITDA w kluczowych segmentach 1Q'08-1Q'14



W ostatnich trzech kwartałach marża EBITDA segmentu styrenowego jest wyższa od podstawowego biznesu spółki. W kolejnych kwartałach oczekujemy poprawy rentowności segmentu kauczukowego i spadku styrenowego.

Źródło: BDM S.A. spółka.

Wybrane, kwartalne dane finansowe [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P	2012	2013	2014P
Przychody	1 632	1 627	1 588	1 360	1 433	1 353	1 401	1 172	1 280	1 151	1 489	1 471	6 207	5 359	5 390
Zysk brutto	357	281	221	180	230	169	154	186	195	162	204	211	1 040	740	772
EBITDA	319	279	173	161	191	132	121	162	158	127	161	172	932	605	619
EBIT	280	241	134	122	153	94	82	124	121	90	124	135	776	453	469
Zysk netto	235	117	111	124	135	89	82	111	108	78	108	118	586	417	412
Marża brutto	21,9%	17,3%	13,9%	13,3%	16,1%	12,5%	11,0%	15,9%	15,3%	14,0%	13,7%	14,4%	16,8%	13,8%	14,3%
Marża EBITDA	19,5%	17,2%	10,9%	11,8%	13,3%	9,8%	8,6%	13,8%	12,3%	11,0%	10,8%	11,7%	15,0%	11,3%	11,5%
Marża EBIT	17,1%	14,8%	8,4%	9,0%	10,7%	6,9%	5,9%	10,6%	9,4%	7,8%	8,3%	9,2%	12,5%	8,5%	8,7%
Marża netto	14,4%	7,2%	7,0%	9,1%	9,4%	6,6%	5,9%	9,5%	8,4%	6,8%	7,3%	8,0%	9,4%	7,8%	7,7%
Zmiana r/r															
Przychody	39,8%	21,7%	5,0%	-4,5%	-12,2%	-16,9%	-11,8%	-13,8%	-10,7%	-15,0%	6,3%	25,5%	14,1%	-13,7%	0,6%
Zysk brutto	29,7%	-15,6%	-37,3%	-39,1%	-35,6%	-39,9%	-30,2%	3,1%	-15,1%	-4,5%	32,1%	13,5%	-17,3%	-28,9%	4,4%
EBITDA	27,5%	-7,1%	-51,8%	-40,9%	-40,1%	-52,7%	-30,3%	0,3%	-17,3%	-3,7%	33,5%	6,6%	-21,2%	-35,1%	2,2%
EBIT	29,4%	-9,7%	-58,6%	-46,1%	-45,3%	-61,1%	-38,6%	2,0%	-21,0%	-4,1%	50,9%	8,4%	-24,8%	-41,6%	3,6%
Zysk netto	31,7%	-47,9%	-60,8%	-55,0%	-42,6%	-24,1%	-25,8%	-10,3%	-19,9%	-12,4%	31,7%	6,5%	-38,9%	-28,9%	-1,1%

Źródło: BDM S.A., spółka., szacunki własne

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

Obecnie największą realizowaną inwestycją w spółce jest fabryka SSBR/Li-PBR w Oświęcimiu (koszt 135 mln EUR) o mocy 90k ton produktu. Trwa także budowa kotła fluidalnego w elektrociepłowni (CAPEX 152 mln PLN, poprzednio zakładaliśmy 130 mln PLN) pozwalającego spalać biomasę i spełnić tym samym rygorystyczne wymogi środowiskowe od 2016 roku (łatwiejsze odsiarczanie i odazotowanie spalin).

Nową inwestycją uwzględnioną w naszym modelu jest budowa fabryki NdPBR w brazylijskim Triunfo (taka sama jak w Kralupach). Szacowany koszt na poziomie 170 mln USD (126 mln EUR) jest jednak wyższy niż fabryki w Kralupach (100 mln EUR), niemniej projekt ten powinien generować lepsze marże. Brazylia jest perspektywicznym rynkiem. Obecnie to 7 na świecie producent samochodów (3,4 mln szt., CAGR w ostatnich latach 5,1%) z rosnącym rynkiem oponiarskim. W 2014 roku rynek OE doświadczył załamania (-19% r/r w kwietniu'14, -13% YTD). Ciągłe rośnie rynek opon na wymianę (+4% r/r). Co ważne, na brazylijskim rynku nie ma większej konkurencji. Jediną fabrykę ESBR/PBR/SSBR (moce odpowiednio 285k/105k/40k) ma tam niemiecki Lanxess (również w kompleksie petrochemicznym Triunfo), a import limitowany jest wysokimi cłami (obecnie 25%). Warunkiem zawieszającym rozpoczęcie budowy jest zapewnienie dostaw ropy naftowej przez Braskem. Wg wywiadów prasowych pierwsze wydatki na ten cel pojawiają się w 2015 roku.

Kolejną nową inwestycją, o której informował prezes Kalwat w wywiadach prasowych jest konwersja elektrociepłowni w Kralupach z gazu na węgiel do końca 2017 roku. Planowany CAPEX to 430 mln PLN. Przy uwzględnieniu kosztów uprawnień emisyjnych (7 EUR/EUA) i spadku cen gazu do 8 USD/MMBTU szacowane oszczędności to mniej niż 30 mln PLN rocznie od 2018 roku dlatego przy dość sporych nakładach inwestycyjnych projekt jest neutralny dla naszej wyceny (NPV w okolicach 0).

Spółka ma plany rozpoczęcia kolejnych inwestycji po rozszerzeniu oświęcimskiej podstrefy KSSE. Wg komunikatu RM z maja'14 spółka planuje inwestycje rzędu 1 mld PLN do 2018 roku. Inwestycje miałyby dotyczyć budowy drugiej fabryki kauczuków SSBR (320 mln PLN) czy krzemionki HDS (336 mln PLN) mającej zastosowanie w poprawianiu oporów toczenia opon (podobną inwestycję realizuje Rhodia z grupy Solvay we Włocławku kosztem 75 mln EUR za 85k ton produktu). Wcześniej spółka starała się przejąć producenta krzemianów ZCh Rudniki. Nie została jednak dopuszczona do kolejnego etapu prywatyzacji. Spółka myśli także o budowie instalacji środków ochrony roślin (212 mln PLN) czy rozwoju segmentu specjalistycznych polistyrenów tzw. XPS. Inwestycje jednak nie zostały oficjalnie skomentowane przez spółkę, a poza nakładami nie zostały podane żadne szczegóły, dlatego nie uwzględniamy ich w naszej wycenie.

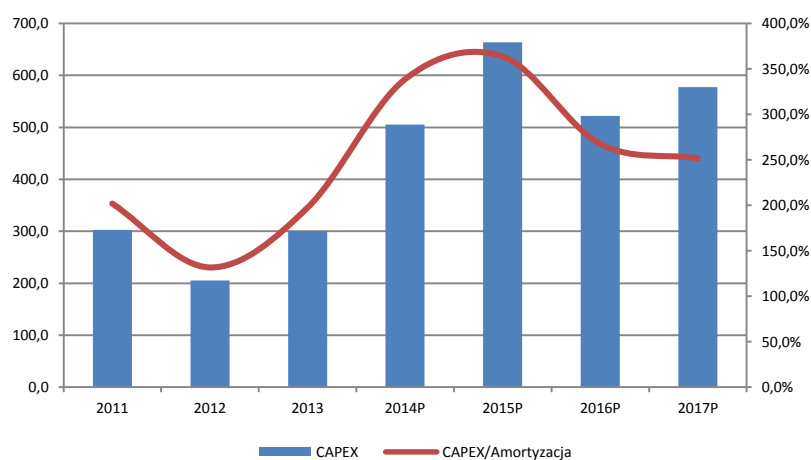
W naszym modelu uwzględniamy trzy główne inwestycje. Wraz z nakładami odtworzeniowymi jest to ponad 1,1 mld PLN w latach 2014-2015 (w wywiadach Prezes wskazywał powyżej 1 mld PLN) i ok. 2,5 mld PLN w latach 2014-2017. Spółka przy tym poziomie nakładów i oczekiwanej poprawie wyników finansowych (rynek kauczuków wciąż jest w dołku) powinna być w stanie utrzymać DY w okolicach minimum 6%. Wskaźnik DN/EBITDA sięgnie na koniec 2015 1,8x i będzie uprawniał Zarząd do propozycji wyższej dywidendy (polityka dywidendowa przy DN/EBITDA 1-2,5x zakłada wypłatę do 100% zysku netto, my w modelu zakładamy 80%). Nawet po uwzględnieniu dodatkowych nakładów inwestycyjnych w wysokości 1 mld PLN polityka dywidendowa nie powinna być zagrożona.

Realizowane i planowane inwestycje [mln PLN]

	moce tys. ton	okres	łącznie mln PLN	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
SSBR/Li-PBR (Oświęcim)	90	2013-2015	561	113	227	221		
PBR 2 (Brazylia, Triunfo)	80	2014-2017	504			103	201	199
Energetyka- kotłownia fluidalna	100MWt	2013-2015	152	10	80	62		
Konwersja EC Kralupy z gazu na węgiel	67MWt, 360MWt	2014-2017	430		43	86	129	172
Nakłady odtworzeniowe			863	146	142	173	184	218
RAZEM (uwzględnione w wycenie)			2 510	269	491	646	515	589
SSBR 2 (Oświęcim)*	?	do 2017 roku	320					
Krzemionka HDS (Oświęcim)*	?	do 2017 roku	336					
Fabryka ŚOR (Oświęcim)*	?	do 2018 roku	212					
Fabryka polistyrenów XPS (Oświęcim)*	?	do 2015 roku	99					
RAZEM (uwzględnione i potencjalne)			3 477					

Źródło: BDM S.A., spółka. PAP. *- inwestycje wymienione w komunikacie po posiedzeniu RM w maju 2014.

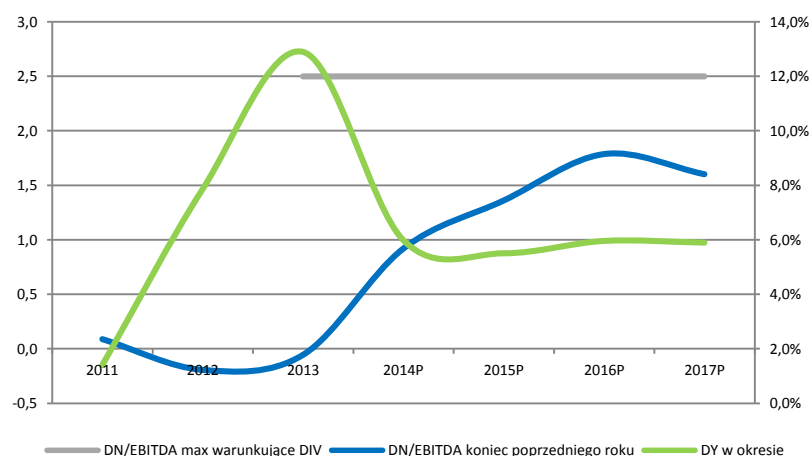
CAPEX [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. Lewa skala: CAPEX, prawa skala: CAPEX/amortyzacja

W latach 2014-2015 szacujemy, że na inwestycje spółka wyda ponad 1,1 mld PLN. Główną inwestycją jest fabryka SSBR w Oświęcimiu, która pierwsze efekty powinna pokazać już w 2H'15 (zakładamy konserwatywnie dopiero w 2016 roku). Trwa inwestycja w kocioł fluidalny, a spółka zapowiadała także modernizację energetyki w Kralupach. Od 2015 roku ruszy też inwestycja PBR2 w Brazylii

DN/EBITDA a oczekiwany DY



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Wskaźnik DN/EBITDA sięgnie na koniec 2015 1,79x i będzie uprawiał Zarząd do propozycji wypłaty 100% zysku (zakładamy 80%). Nawet w scenariuszu dodatkowych inwestycji w kwocie 1 mld PLN polityka dywidendowa nie powinna być zagrożona. Spółka ma bufor zadłużania się do ponad 1,0 mld PLN (2017 rok).

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2014-2016

Zmiana założeń sprowadziła się do aktualizacji cen i prognoz głównych produktów i surowców. Nasze prognozy zakładające w miarę płynne wyjście z koniunkturalnego dołka nie sprawdziły się. Przez nadpodaż kauczków syntetycznych i naturalnych niskie ceny i marże utrzymują się już kilka kwartałów. Obecnie cena butadienu w Europie kształtuje się na poziomie ok. 1400 USD/t, podobnie w Azji. Oczekujemy płaskiego rynku w kolejnych kwartałach (wzrost do 1500 USD/t i utrzymanie tego poziomu do końca roku). Fundamentalnie dalej uważamy, że notowania butadienu powinny kształtować się na poziomie 2-2,5x cena ropy, co potwierdzają historyczne prawidłowości. Zakładamy, że takie relacje rynek osiągnie od 2016 roku. W poprawie cenników wciąż może przeszkadzać nadpodaż na rynku. W związku z trudniejszą sytuacją na rynku obniżyliśmy również wolumeny o 7-10% w 2014 roku. Z drugiej strony lepsza koniunktura panuje na styrenopochodnych, co pozwoliło spółce po części zneutralizować utraconą marżę w kauczkach. W kolejnych kwartałach marże są jednak trudne do utrzymania. Na marże pozytywnie wpłynęła również rewizja kursów walut z 1,30 EUR/USD na 1,35 EUR/USD (ponad 20 mln PLN efektu).

Zmiana założeń z poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	2014P			2015P			2016P		
	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	5 921,8	5 390,4	-9,0%	6 023,8	5 787,2	-3,9%	6 237,0	6 312,4	1,2%
Zysk brutto ze sprzedaży	1 099,5	772,2	-29,8%	1 126,3	838,4	-25,6%	1 174,8	1 026,4	-12,6%
EBITDA	937,4	618,5	-34,0%	962,5	703,7	-26,9%	1 025,7	886,4	-13,6%
EBIT	779,9	469,3	-39,8%	800,3	521,3	-34,9%	839,4	691,4	-17,6%
Zysk brutto	770,5	463,2	-39,9%	787,3	501,5	-36,3%	824,0	661,9	-19,7%
Zysk netto	685,7	412,4	-39,9%	700,7	446,4	-36,3%	733,4	589,1	-19,7%
Marża zysku brutto	18,6%	14,3%		18,7%	14,5%		18,8%	16,3%	
Marża EBITDA	15,8%	11,5%		16,0%	12,2%		16,4%	14,0%	
Marża EBIT	13,2%	8,7%		13,3%	9,0%		13,5%	11,0%	
Marża netto	11,6%	7,7%		11,6%	7,7%		11,8%	9,3%	
Wolumen ESBR [tys. ton]	290,7	271,5	-6,6%	290,7	290,7	0,0%	290,7	290,7	0,0%
Wolumen PBR [tys. ton]	76,0	68,6	-9,7%	80,0	76,0	-5,0%	80,0	76,0	-5,0%
Wolumen styrenopochodne	304,1	308,2	1,4%	326,6	312,2	-4,4%	326,6	345,9	5,9%
ESBR kontrakt EUR/t	2 101,1	1 842,1	-12,3%	2 123,6	2 015,9	-5,1%	2 114,3	2 092,9	-1,0%
ESBR spot EUR/t	2 125,9	1 584,4	-25,5%	2 156,0	1 703,7	-21,0%	2 136,8	1 851,9	-13,3%
PBR kontrakt EUR/t	2 272,3	1 809,4	-20,4%	2 296,9	2 090,8	-9,0%	2 287,0	2 242,8	-1,9%
PBR spot EUR/t	2 338,5	1 742,8	-25,5%	2 371,6	1 874,1	-21,0%	2 350,5	2 037,1	-13,3%
Butadien Western Europe USD/t	2 000,0	1 433,0	-28,4%	1 999,2	1 800,0	-10,0%	1 999,2	2 000,0	0,0%
Nafta spot CIF USD/t	804,5	943,3	17,3%	804,2	925,0	15,0%	804,2	883,1	9,8%
Styren Western Europe USD/t	1 773,3	1 953,8	10,2%	1 771,6	1 914,8	8,1%	1 770,6	1 827,1	3,2%
Etylen spot CIF USD/t	1 212,6	1 248,7	3,0%	1 212,1	1 224,5	1,0%	1 212,1	1 169,0	-3,5%
Benzen spot FOB USD/t	1 264,6	1 424,8	12,7%	1 264,0	1 397,1	10,5%	1 264,0	1 333,9	5,5%

Źródło: BDM S.A. *- rekomendacja Akumuluj 5,8 PLN/akcję z dnia 14.06.2013

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2014-2023

Główne założenia- kwartalne

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
Wolumeny tys. ton												
Kauczuki												
ESBR (olejowane i suche)	75	52	73	77	77	51	71	78	71	51	71	78
PBR	15	10	15	15	19	13	18	20	18	13	18	20
Monomery- Rafinat 1	41	36	41	43	38	40	40	40	40	40	40	40
Polistyreny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GPSS/HIPS	16	29	39	31	19	36	42	29	25	36	42	29
EPS	47	48	51	45	39	36	46	44	42	40	49	44
Dyspersje	12	15	13	7	11	15	13	7	11	15	13	7
Ceny benchmarkowych produktów EUR/t												
Kauczuki												
ESBR formula (olejowane i suche)	2 379	2 496	2 130	2 115	2 051	1 999	1 708	1 705	1 769	1 813	1 888	1 901
zmiana r/r	16,6%	4,0%	-20,4%	-6,7%	-13,8%	-19,9%	-19,8%	-19,4%	-13,8%	-9,3%	10,6%	11,5%
ESBR Francja IRGS	2 542	2 578	2 063	1 933	1 975	1 917	1 692	1 846	1 805	1 787	1 818	1 831
ESBR spot (USA, Chiny)	2 513	2 791	2 541	1 969	2 035	1 531	1 359	1 469	1 461	1 603	1 624	1 650
zmiana r/r	23,4%	20,4%	-6,7%	-25,8%	-19,0%	-45,1%	-46,5%	-25,4%	-28,2%	4,7%	19,5%	12,3%
PBR formula	2 691	2 883	2 293	2 238	2 126	2 084	1 591	1 620	1 715	1 785	1 861	1 879
zmiana r/r	22,7%	4,1%	-29,0%	-14,6%	-21,0%	-27,7%	-30,6%	-27,6%	-19,3%	-14,3%	17,0%	16,0%
PBR spot (USA, Chiny)	2 764	3 070	2 795	2 166	2 239	1 684	1 495	1 616	1 607	1 763	1 786	1 815
zmiana r/r	23,4%	20,4%	-6,7%	-25,8%	-19,0%	-45,1%	-46,5%	-25,4%	-28,2%	4,7%	19,5%	12,3%
MTBE spot FOB ARA (rafinat 1)	937	936	986	920	900	840	882	777	801	819	869	871
NR TSR20 (naturalny Singapur)	2 821	2 553	2 207	2 227	2 246	1 870	1 767	1 702	1 449	1 262	1 329	1 425
Polistyreny												
GPSS	1 179	1 179	1 239	1 318	1 399	1 373	1 430	1 336	1 306	1 288	1 364	1 366
HIPS	1 331	1 333	1 396	1 414	1 458	1 429	1 458	1 368	1 339	1 284	1 359	1 362
Ceny benchmarkowych surowców USD/t												
Ropa Brent USD/bbl	119	109	109	110	113	103	110	109	108	109	115	113
zmiana r/r	12,6%	-6,7%	-3,1%	0,7%	-5,1%	-5,0%	0,2%	-0,7%	-4,2%	5,8%	4,5%	3,3%
Butadien (Europa Zachodnia)	2 546	2 737	1 930	1 928	1 825	1 743	1 114	1 185	1 316	1 416	1 500	1 500
zmiana r/r	28,7%	-5,8%	-44,9%	-23,6%	-28,3%	-36,3%	-42,3%	-38,5%	-27,9%	-18,8%	34,7%	26,6%
Butadien spot FOB (Korea)	3 467	2 419	2 119	1 685	1 827	1 397	1 137	1 538	1 419	1 330	1 500	1 500
zmiana r/r	45,3%	-30,9%	-43,3%	-24,7%	-47,3%	-42,3%	-46,4%	-8,7%	-22,3%	-4,7%	31,9%	-2,5%
Styren (Europa Zachodnia)	1 697	1 711	1 675	1 841	1 943	1 839	1 948	1 887	1 922	1 913	2 004	1 977
Styren spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 444	1 398	1 476	1 571	1 656	1 592	1 682	1 592	1 662	1 559	1 633	1 611
Nafta spot CIF (Europa)	1 019	871	918	942	941	830	908	925	915	928	972	959
Benzen FOB NWE (Europa)	1 207	1 216	1 265	1 349	1 454	1 337	1 284	1 249	1 387	1 400	1 466	1 446
Etylen spot CIF NWE (Europa)	1 498	1 281	1 254	1 309	1 490	1 218	1 390	1 263	1 272	1 209	1 266	1 249
Etylen spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 360	1 305	1 302	1 261	1 305	1 282	1 432	1 403	1 302	1 302	1 302	1 302
Kursy walut												
EUR/PLN	4,23	4,26	4,13	4,11	4,15	4,20	4,25	4,18	4,19	4,17	4,20	4,20
USD/PLN	3,28	3,23	3,32	3,31	3,18	3,13	3,21	3,21	3,07	3,06	3,04	3,10
EUR/USD	1,31	1,28	1,25	1,30	1,33	1,31	1,32	1,36	1,37	1,37	1,35	1,33
Teoretyczne marże												
Butadien-nafta EUR/t	1 163,8	1 454,4	809,4	761,3	666,5	699,2	155,3	191,0	292,7	355,7	390,0	406,1
Butadien/nafta Ratio	2,5	3,1	2,1	2,0	1,9	2,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6
Butadien Korea- Butadien Europa EUR/t	702,4	-247,7	150,9	-187,4	1,4	-265,4	17,6	259,1	75,3	-62,2	0,0	0,0
ESBR-butadien kontrakt EUR/t	641,3	646,2	1 047,9	999,6	1 112,1	951,6	1 400,3	1 095,8	958,7	935,7	942,2	938,0
ESBR/Butadien Ratio	1,3	1,3	1,7	1,7	1,8	1,7	2,7	2,3	2,0	1,9	1,9	1,8
NR/SR Ratio	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7
Styren-benzen,etylen EUR/t	125,1	129,3	171,2	179,3	143,5	217,8	280,7	249,3	221,9	150,9	160,4	160,8

Źródło: BDM S.A.

Kwartalne wyniki finansowe w podziale na segmenty [mln PLN]

	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	2Q'13	3Q'13	4Q'13	1Q'14	2Q'14P	3Q'14P	4Q'14P
Przychody	1 631,7	1 627,3	1 587,8	1 319,4	1 432,8	1 353,0	1 401,1	1 172,5	1 279,6	1 150,7	1 489,1	1 471,1
Kauczuki i lateksy	1 127,2	1 022,8	954,7	838,7	918,7	729,2	698,5	629,8	711,0	618,0	835,5	916,7
Styrenopochodne	387,8	513,7	534,5	447,9	400,5	519,0	600,6	441,9	461,1	448,6	574,3	467,8
Dyspersje	23,1	33,0	29,8	15,8	21,0	34,7	32,8	19,1	27,6	35,3	33,8	18,5
Energetyka	74,0	48,6	49,7	62,6	81,5	59,6	56,2	69,7	64,7	48,8	45,5	68,1
EBITDA	318,6	272,3	173,6	167,6	190,9	132,1	120,8	161,5	158,0	126,7	160,9	171,8
Kauczuki i lateksy	248,2	181,2	128,0	106,2	134,7	90,2	27,2	59,4	75,5	71,2	120,5	118,4
Styrenopochodne	40,0	24,9	20,4	26,7	27,4	13,6	57,1	62,2	54,0	39,6	31,5	27,5
Dyspersje	1,2	3,1	1,7	0,5	0,3	3,4	3,2	0,6	0,9	5,4	4,3	1,9
Energetyka	25,3	14,7	19,0	14,5	21,0	16,2	17,3	20,7	15,1	10,7	4,8	24,1
EBIT	279,7	233,9	134,0	128,5	152,9	93,6	82,1	124,4	120,8	89,4	123,5	134,4
Kauczuki i lateksy	240,6	172,5	119,6	98,3	126,9	82,4	19,4	51,9	68,1	63,3	112,5	110,5
Styrenopochodne	21,4	8,2	2,6	13,3	10,5	-3,3	40,3	46,5	38,6	22,8	14,7	10,7
Dyspersje	0,0	1,8	0,4	-0,8	-1,0	2,1	1,8	-0,9	-0,6	4,1	3,0	0,7
Energetyka	20,4	10,4	12,5	9,1	15,5	10,3	11,4	14,9	9,0	4,6	-1,3	18,0
Zysk brutto	266,0	98,5	125,7	127,1	156,4	95,3	88,2	127,2	121,3	87,4	121,8	132,7
Zysk netto	234,9	117,0	110,8	123,6	134,9	88,9	82,3	110,9	108,1	77,8	108,4	118,1
Marża EBITDA	19,5%	16,7%	10,9%	12,7%	13,3%	9,8%	8,6%	13,8%	12,3%	11,0%	10,8%	11,7%
Kauczuki i lateksy	22,0%	17,7%	13,4%	12,7%	14,7%	12,4%	3,9%	9,4%	10,6%	11,5%	14,4%	12,9%
Styrenopochodne	10,3%	4,9%	3,8%	6,0%	6,8%	2,6%	9,5%	14,1%	11,7%	8,8%	5,5%	5,9%
Dyspersje	5,0%	9,5%	5,6%	3,1%	1,6%	9,9%	9,8%	3,1%	3,1%	15,2%	12,6%	10,4%
Energetyka	34,2%	30,2%	38,2%	23,2%	25,7%	27,1%	30,8%	29,7%	23,4%	22,0%	10,5%	35,4%
Marża EBIT	17,1%	14,4%	8,4%	9,7%	10,7%	6,9%	5,9%	10,6%	9,4%	7,8%	8,3%	9,1%
Kauczuki i lateksy	21,3%	16,9%	12,5%	11,7%	13,8%	11,3%	2,8%	8,2%	9,6%	10,2%	13,5%	12,1%
Styrenopochodne	5,5%	1,6%	0,5%	3,0%	2,6%	-0,6%	6,7%	10,5%	8,4%	5,1%	2,6%	2,3%
Dyspersje	-0,1%	5,5%	1,2%	-5,1%	-4,6%	6,0%	5,4%	-4,7%	-2,3%	11,7%	8,9%	3,7%
Energetyka	27,5%	21,5%	25,2%	14,6%	19,0%	17,3%	20,3%	21,4%	14,0%	9,5%	-2,8%	26,5%
Marża netto	14,4%	7,2%	7,0%	9,4%	9,4%	6,6%	5,9%	9,5%	8,4%	6,8%	7,3%	8,0%
<i>Zmiana r/r</i>												
Przychody	39,8%	21,7%	5,0%	-7,3%	-12,2%	-16,9%	-11,8%	-11,1%	-10,7%	-15,0%	6,3%	25,5%
Kauczuki i lateksy	75,1%	24,0%	3,3%	-7,6%	-18,5%	-28,7%	-26,8%	-24,9%	-22,6%	-15,3%	19,6%	45,5%
Styrenopochodne	-7,2%	19,3%	8,8%	17,8%	3,3%	1,0%	12,4%	-1,3%	15,1%	-13,6%	-4,4%	5,9%
Dyspersje	8,4%	-7,8%	-8,7%	-7,5%	-9,3%	5,4%	10,2%	20,4%	31,4%	1,7%	2,9%	-2,8%
Energetyka	17,9%	11,5%	3,6%	-14,2%	10,1%	22,8%	13,1%	11,3%	-20,6%	-18,2%	-19,1%	-2,4%
EBITDA	27,5%	-9,4%	-51,7%	-38,5%	-40,1%	-51,5%	-30,4%	-3,6%	-17,3%	-4,0%	33,2%	6,4%
Kauczuki i lateksy	42,5%	-31,2%	-52,2%	-46,4%	-45,7%	-50,2%	-78,7%	-44,1%	-44,0%	-21,1%	342,1%	99,3%
Styrenopochodne	-23,7%	134,2%	-49,2%	592,9%	-31,5%	-45,6%	179,2%	133,0%	97,0%	191,8%	-44,8%	-55,8%
Dyspersje	0,0%	133,7%	-15,5%	-60,1%	-71,4%	9,6%	91,8%	17,1%	159,0%	55,8%	32,4%	231,0%
Energetyka	64,7%	0,0%	168,5%	-23,2%	-17,1%	10,1%	-8,8%	42,3%	-27,9%	-33,6%	-72,3%	16,5%
EBIT	29,4%	-12,3%	-58,5%	-43,2%	-45,3%	-60,0%	-38,7%	-3,2%	-21,0%	-4,5%	50,4%	8,1%
Kauczuki i lateksy	41,4%	-33,5%	-54,6%	-47,6%	-47,3%	-52,3%	-83,8%	-47,2%	-46,3%	-23,2%	479,0%	112,7%
Styrenopochodne	-37,5%	-209,7%	-87,3%	-172,1%	-50,8%	-140,7%	1425,9%	249,7%	267,6%	-786,9%	-63,5%	-77,0%
Dyspersje	0,0%	128,9%	-74,6%	-250,7%	3009,7%	13,5%	392,8%	11,5%	-34,3%	99,4%	70,1%	-175,8%
Energetyka	81,9%	7395,7%	129,7%	-2,1%	-24,1%	-1,2%	-8,7%	63,2%	-41,6%	-54,9%	-111,3%	21,1%
Zysk brutto	19,1%	-64,3%	-62,6%	-47,8%	-41,2%	-3,3%	-29,8%	0,1%	-22,4%	-8,3%	38,1%	4,3%
Zysk netto	31,7%	-47,9%	-60,8%	-55,0%	-42,6%	-24,1%	-25,8%	-10,3%	-19,9%	-12,4%	31,7%	6,5%

Źródło: BDM S.A.

Główne założenia- roczne

	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Wolumeny tys. ton												
Kauczuki												
ESBR (olejowane i suche)	277	277	271	291	291	291	291	291	291	291	291	291
PBR	55	70	69	76	76	100	124	156	156	156	156	156
SSBR	0	0	0	0	45	90	90	90	90	90	90	90
Monomery- Rafinat 1	158	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159
Polistyreny												
GPPS/HIPS	115	126	132	132	132	132	132	132	132	132	132	132
EPS	191	166	176	180	214	214	214	214	214	214	214	214
Dyspersje	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
Ceny benchmarkowych produktów EUR/t												
Kauczuki												
ESBR formula, kontrakt (olejowane i suche)	2 280	1 866	1 842	2 016	2 093	2 079	2 082	2 086	2 089	2 093	2 096	2 100
zmiana r/r	-2,8%	-18,2%	-1,3%	9,4%	3,8%	-0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
ESBR Francja IRGS	2 610	2 245	2 000	2 189	2 272	2 257	2 261	2 264	2 268	2 272	2 276	2 279
ESBR spot (USA, Chiny)	2 454	1 599	1 584	1 704	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852	1 852
zmiana r/r	0,8%	-34,8%	-0,9%	7,5%	8,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
PBR formula, kontrakt	2 526	1 855	1 809	2 091	2 243	2 247	2 250	2 254	2 258	2 262	2 266	2 270
zmiana r/r	-6,6%	-26,6%	-2,5%	15,6%	7,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
PBR spot (USA, Chiny)	2 699	1 758	1 743	1 874	2 037	2 037	2 037	2 037	2 037	2 037	2 037	2 037
zmiana r/r	0,8%	-34,8%	-0,9%	7,5%	8,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
MTBE spot FOB ARA (rafinat 1)	945	849	850	839	801	769	769	769	769	769	769	769
NR TSR20 (naturalny Singapur)	2 452	1 896	1 394	1 842	2 222	2 222	2 222	2 222	2 222	2 222	2 222	2 222
Polistyreny												
GPPS	1 229	1 385	1 391	1 371	1 308	1 256	1 255	1 254	1 253	1 253	1 252	1 251
HIPS	1 369	1 428	1 434	1 414	1 349	1 295	1 294	1 293	1 293	1 292	1 291	1 290
Ceny benchmarkowych surowców USD/t												
Ropa Brent USD/bbl	112	109	111	109	104	100	100	100	100	100	100	100
zmiana r/r	0,6%	-2,7%	2,3%	-1,9%	-4,5%	-3,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Butadien (Europa Zachodnia)	2 285	1 467	1 433	1 800	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
zmiana r/r	-16,2%	-35,8%	-2,3%	25,6%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Butadien spot FOB (Korea)	2 423	1 475	1 437	1 800	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
zmiana r/r	-18,3%	-39,1%	-2,5%	25,2%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Styren (Europa Zachodnia)	1 731	1 904	1 954	1 915	1 827	1 754	1 753	1 752	1 751	1 750	1 749	1 748
Styren spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 472	1 631	1 617	1 554	1 554	1 554	1 554	1 554	1 554	1 554	1 554	1 554
Nafta spot CIF (Europa)	937	901	943	925	883	848	848	848	848	848	848	848
Benzen FOB NWE (Europa)	1 259	1 331	1 425	1 397	1 334	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281	1 281
Etylen spot CIF NWE (Europa)	1 336	1 340	1 249	1 224	1 169	1 123	1 123	1 123	1 123	1 123	1 123	1 123
Etylen spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 307	1 355	1 307	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257
Kursy walut												
EUR/PLN	4,18	4,19	4,19	4,10	4,00	3,95	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	3,80
USD/PLN	3,26	3,16	3,09	3,04	2,96	2,93	2,89	2,85	2,81	2,81	2,81	2,81
EUR/USD	1,29	1,33	1,36	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Teoretyczne marże												
Butadien-nafta EUR/t	1 048,7	425,5	360,7	648,1	827,3	853,1	853,1	853,1	853,1	853,1	853,1	853,1
Butadien/nafta Ratio	2,4	1,6	1,5	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Butadien Korea- Butadien Europa EUR/t	104,6	3,2	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ESBR-butadien kontrakt EUR/t	833,7	1 140,0	944,3	855,2	790,7	775,6	779,3	783,0	786,7	790,4	794,2	797,9
ESBR/Butadien Ratio	1,5	2,0	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
NR/SR Ratio	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Styren-benzen,etylen EUR/t	151,2	222,8	173,5	148,3	193,7	231,4	231,4	231,4	231,4	231,4	231,4	231,4

Źródło: BDM S.A.

Roczne wyniki finansowe w podziale na segmenty [mln PLN]

	2012	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody	6 206,5	5 359,3	5 390,4	5 787,2	6 312,4	6 731,6	6 860,0	7 051,1	6 969,0	6 977,8	6 986,8	6 995,9
Kauczuki i lateksy	3 943,5	2 976,3	3 081,2	3 537,2	3 995,8	4 522,9	4 675,6	4 890,8	4 833,0	4 838,7	4 844,5	4 850,4
Styrenopochodne	1 883,9	1 962,1	1 951,7	1 944,8	2 018,3	1 913,5	1 888,2	1 862,9	1 837,7	1 836,6	1 835,6	1 834,5
Dyspersje	101,7	107,6	115,2	108,3	100,9	95,7	94,5	93,3	92,1	92,1	92,1	92,1
Energetyka	234,9	267,1	227,1	196,8	197,3	199,5	201,8	204,0	206,3	210,4	214,6	218,9
EBITDA	932,1	605,3	618,5	703,7	886,4	1 011,1	1 071,6	1 116,5	1 099,2	1 100,4	1 102,0	1 103,6
Kauczuki i lateksy	663,7	311,6	385,5	514,4	691,3	848,7	878,0	928,4	917,2	922,1	924,7	927,3
Styrenopochodne	112,0	160,2	152,5	131,3	125,3	92,5	106,5	100,0	93,4	89,8	86,2	82,5
Dyspersje	6,5	7,6	12,4	13,2	12,0	10,9	10,6	10,3	10,1	10,0	9,9	9,9
Energetyka	73,5	75,1	54,7	44,9	57,8	59,1	76,5	77,8	78,6	78,5	81,2	84,0
EBIT	776,1	453,0	469,3	521,3	691,4	781,6	835,2	884,6	871,9	877,2	882,8	888,2
Kauczuki i lateksy	631,1	280,6	354,4	463,2	628,8	753,0	778,1	830,4	820,9	827,4	831,4	835,2
Styrenopochodne	45,5	94,0	86,8	64,3	57,0	22,8	35,4	30,3	25,1	22,9	20,6	18,2
Dyspersje	1,3	2,0	7,2	6,8	5,6	4,5	4,1	4,0	3,8	3,9	3,9	4,0
Energetyka	52,4	52,1	30,4	15,2	28,0	29,4	46,2	48,1	49,5	50,0	53,3	56,6
Zysk brutto	617,3	467,1	463,2	501,5	661,9	747,4	804,3	864,3	863,2	880,5	894,6	902,6
Zysk netto	586,3	416,9	412,4	446,4	589,1	665,1	715,8	769,3	768,2	783,6	796,2	803,3
Marża EBITDA	15,0%	11,3%	11,5%	12,2%	14,0%	15,0%	15,6%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%	15,8%
Kauczuki i lateksy	16,8%	10,5%	12,5%	14,5%	17,3%	18,8%	18,8%	19,0%	19,0%	19,1%	19,1%	19,1%
Styrenopochodne	5,9%	8,2%	7,8%	6,7%	6,2%	4,8%	5,6%	5,4%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%
Dyspersje	6,4%	7,0%	10,8%	12,2%	11,9%	11,4%	11,2%	11,1%	11,0%	10,9%	10,8%	10,7%
Energetyka	31,3%	28,1%	24,1%	22,8%	29,3%	29,6%	37,9%	38,1%	38,1%	37,3%	37,9%	38,4%
Marża EBIT	12,5%	8,5%	8,7%	9,0%	11,0%	11,6%	12,2%	12,5%	12,5%	12,6%	12,6%	12,7%
Kauczuki i lateksy	16,0%	9,4%	11,5%	13,1%	15,7%	16,6%	16,6%	17,0%	17,0%	17,1%	17,2%	17,2%
Styrenopochodne	2,4%	4,8%	4,4%	3,3%	2,8%	1,2%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%	1,0%
Dyspersje	1,3%	1,8%	6,2%	6,3%	5,6%	4,7%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%
Energetyka	22,3%	19,5%	13,4%	7,7%	14,2%	14,7%	22,9%	23,6%	24,0%	23,8%	24,8%	25,9%
Marża netto	9,4%	7,8%	7,7%	7,7%	9,3%	9,9%	10,4%	10,9%	11,0%	11,2%	11,4%	11,5%
<i>Zmiana r/r</i>												
Przychody	14,1%	-13,7%	0,6%	7,4%	9,1%	6,6%	1,9%	2,8%	-1,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Kauczuki i lateksy	19,5%	-24,5%	3,5%	14,8%	13,0%	13,2%	3,4%	4,6%	-1,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Styrenopochodne	9,5%	4,1%	-0,5%	-0,4%	3,8%	-5,2%	-1,3%	-1,3%	-1,4%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Dyspersje	-4,8%	5,8%	7,1%	-5,9%	-6,9%	-5,1%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Energetyka	3,3%	13,7%	-15,0%	-13,3%	0,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	-21,2%	-35,1%	2,2%	13,8%	26,0%	14,1%	6,0%	4,2%	-1,5%	0,1%	0,1%	0,1%
Kauczuki i lateksy	-26,5%	-53,1%	23,7%	33,4%	34,4%	22,8%	3,5%	5,7%	-1,2%	0,5%	0,3%	0,3%
Styrenopochodne	4,6%	43,0%	-4,8%	-13,9%	-4,5%	-26,2%	15,2%	-6,2%	-6,6%	-3,8%	-4,0%	-4,3%
Dyspersje	41,9%	17,1%	63,8%	6,3%	-8,9%	-9,6%	-2,4%	-2,4%	-2,5%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
Energetyka	79,3%	2,2%	-27,1%	-18,0%	28,7%	2,3%	29,5%	1,6%	1,1%	-0,1%	3,4%	3,4%
EBIT	-24,8%	-41,6%	3,6%	11,1%	32,6%	13,0%	6,9%	5,9%	-1,4%	0,6%	0,6%	0,6%
Kauczuki i lateksy	-28,4%	-55,5%	26,3%	30,7%	35,8%	19,8%	3,3%	6,7%	-1,1%	0,8%	0,5%	0,5%
Styrenopochodne	56,4%	106,8%	-7,6%	-26,0%	-11,3%	-60,0%	55,6%	-14,5%	-17,2%	-8,8%	-10,0%	-11,5%
Dyspersje	-38,0%	47,1%	263,6%	-5,3%	-17,2%	-20,5%	-8,6%	-3,1%	-3,3%	1,2%	1,1%	1,0%
Energetyka	100,8%	-0,7%	-41,6%	-50,2%	85,0%	4,8%	57,2%	4,0%	3,0%	1,0%	6,5%	6,2%
Zysk brutto	-42,8%	-24,3%	-0,8%	8,3%	32,0%	12,9%	7,6%	7,5%	-0,1%	2,0%	1,6%	0,9%
Zysk netto	-38,9%	-28,9%	-1,1%	8,2%	32,0%	12,9%	7,6%	7,5%	-0,1%	2,0%	1,6%	0,9%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Aktywa trwałe	2 084,9	2 165,2	2 521,3	3 002,4	3 329,1	3 682,8	3 684,1	3 682,4	3 681,2	3 680,2	3 679,3	3 678,3
Wartości niematerialne i prawne	123,7	142,3	160,1	178,8	199,0	220,1	240,8	261,4	280,7	299,1	316,6	333,4
Rzeczowe aktywa trwałe	1 544,0	1 577,4	1 915,8	2 378,2	2 684,7	3 017,3	2 997,9	2 975,6	2 955,1	2 935,7	2 917,3	2 899,5
Aktywa obrotowe	2 472,5	1 902,0	1 621,1	1 607,1	1 729,5	1 891,1	1 956,2	2 013,6	2 008,0	2 029,6	2 036,5	2 045,9
Zapasy	617,9	450,7	449,2	482,3	526,0	561,0	571,7	587,6	580,7	581,5	582,2	583,0
Należności krótkoterminowe	1 100,5	997,3	1 002,8	1 071,7	1 162,9	1 235,7	1 258,1	1 291,2	1 277,0	1 278,5	1 280,1	1 281,7
Inwestycje krótkoterminowe	754,1	454,0	169,1	53,2	40,6	94,3	126,5	134,8	150,3	169,6	174,2	181,2
-środki pieniężne i ekwiwalenty	746,6	447,0	162,2	46,2	33,6	87,4	119,5	127,9	143,3	162,6	167,3	174,3
Aktywa razem	4 557,4	4 067,2	4 142,3	4 609,5	5 058,6	5 573,9	5 640,3	5 696,1	5 689,2	5 709,8	5 715,9	5 724,1
Kapitał (fundusz) własny	2 913,5	2 277,4	2 279,6	2 396,1	2 628,0	2 939,8	3 289,8	3 701,1	4 084,7	4 484,2	4 653,5	4 660,6
Kapitał (fundusz) podstawowy	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7	39,7
Kapitał (fundusz) rezerwowy	252,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zyski zatrzymane/ niepokryte straty	2 507,0	2 171,1	2 173,3	2 289,8	2 521,7	2 833,5	3 183,5	3 594,8	3 978,4	4 377,9	4 547,2	4 554,3
Zysk (strata) netto okresu	586,3	416,9	412,4	446,4	589,1	665,1	715,8	769,3	768,2	783,6	796,2	803,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	1 629,3	1 776,0	1 848,9	2 199,6	2 416,7	2 620,3	2 336,7	1 981,1	1 590,7	1 211,8	1 048,6	1 049,7
Rezerwy na zobowiązania	38,7	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
Zobowiązania długoterminowe	548,2	490,0	490,0	490,0	490,0	440,0	390,0	310,0	230,0	150,0	70,0	70,0
-oprocentowane	474,7	420,0	420,0	420,0	420,0	370,0	320,0	240,0	160,0	80,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	1 024,6	1 205,2	1 278,1	1 628,8	1 845,9	2 099,5	1 865,9	1 590,3	1 279,9	981,0	897,8	899,0
-oprocentowane	220,5	584,3	584,3	884,3	1 034,3	1 234,3	984,3	684,3	384,3	84,3	0,0	0,0
Pasywa razem	4 557,4	4 067,2	4 142,3	4 609,5	5 058,6	5 573,9	5 640,3	5 696,1	5 689,2	5 709,8	5 715,9	5 724,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody netto ze sprzedaży	6 206,5	5 359,3	5 390,4	5 787,2	6 312,4	6 731,6	6 860,0	7 051,1	6 969,0	6 977,8	6 986,8	6 995,9
Koszty produktów, tow. i materiałów	5 166,3	4 619,6	4 618,2	4 948,8	5 286,0	5 600,0	5 667,8	5 800,7	5 729,7	5 726,9	5 726,6	5 726,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	1 040,3	739,7	772,2	838,4	1 026,4	1 131,6	1 192,2	1 250,4	1 239,3	1 250,9	1 260,2	1 269,3
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	307,6	290,3	296,6	310,5	327,9	342,5	349,2	357,6	358,7	362,3	365,9	369,7
Zysk (strata) na sprzedaży	732,7	449,4	475,6	527,9	698,5	789,1	843,0	892,7	880,6	888,7	894,2	899,6
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	43,4	3,5	-6,3	-6,6	-7,1	-7,5	-7,8	-8,1	-8,7	-11,4	-11,4	-11,4
EBITDA	932,1	605,3	618,5	703,7	886,4	1 011,1	1 071,6	1 116,5	1 099,2	1 100,4	1 102,0	1 103,6
EBIT	776,1	453,0	469,3	521,3	691,4	781,6	835,2	884,6	871,9	877,2	882,8	888,2
Saldo działalności finansowej	-183,3	-3,0	-22,6	-33,2	-42,0	-46,0	-42,6	-31,8	-20,1	-8,1	0,4	3,0
Zysk (strata) brutto	617,3	467,1	463,2	501,5	661,9	747,4	804,3	864,3	863,2	880,5	894,6	902,6
Zysk (strata) netto	586,3	416,9	412,4	446,4	589,1	665,1	715,8	769,3	768,2	783,6	796,2	803,3

CF [mln PLN]	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przepływy z działalności operacyjnej	702,9	649,2	636,7	597,3	745,7	874,7	966,6	996,7	1 014,9	1 002,4	1 002,5	1 003,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-202,2	-223,2	-481,3	-648,7	-509,9	-571,6	-225,0	-217,1	-212,8	-208,4	-204,1	-200,0
Przepływy z działalności finansowej	-767,8	-733,9	-440,3	-64,5	-248,5	-249,3	-709,5	-771,3	-786,7	-774,7	-793,7	-796,2
Przepływy pieniężne netto	-267,1	-307,9	-284,9	-115,9	-12,6	53,8	32,1	8,3	15,4	19,3	4,7	7,0
Środki pieniężne na początek okresu	1 060,4	746,6	447,0	162,2	46,2	33,6	87,4	119,5	127,9	143,3	162,6	167,3
Środki pieniężne na koniec okresu	746,6	447,0	162,2	46,2	33,6	87,4	119,5	127,9	143,3	162,6	167,3	174,3

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-14%	1%	7%	9%	7%	2%	3%	-1%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-35%	2%	14%	26%	14%	6%	4%	-2%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	-42%	4%	11%	33%	13%	7%	6%	-1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-29%	-1%	8%	32%	13%	8%	7%	0%	2%	2%	1%
Marża brutto na sprzedaży	14%	14%	14%	16%	17%	17%	18%	18%	18%	18%	18%
Marża EBITDA	11%	11%	12%	14%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Marża EBIT	8%	9%	9%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
Marża brutto	9%	9%	9%	10%	11%	12%	12%	12%	13%	13%	13%
Marża netto	8%	8%	8%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
COGS / przychody	86%	86%	86%	84%	83%	83%	82%	82%	82%	82%	82%
SG&A / przychody	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
SG&A / COGS	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
ROE	18%	18%	19%	22%	23%	22%	21%	19%	17%	17%	17%
ROA	21%	13%	10%	10%	10%	12%	12%	13%	14%	14%	14%
Dług	1 004,3	1 004,3	1 304,3	1 454,3	1 604,3	1 304,3	924,3	544,3	164,3	0,0	0,0
D / (D+E)	25%	24%	28%	29%	29%	23%	16%	10%	3%	0%	0%
D / E	33%	32%	39%	40%	40%	30%	19%	11%	3%	0%	0%
Odsetki / EBIT	-1%	-5%	-6%	-6%	-6%	-5%	-4%	-2%	-1%	0%	0%
Dług / kapitał własny	44%	44%	54%	55%	54%	39%	25%	13%	4%	0%	0%
Dług netto	557,3	842,2	1 258,1	1 420,7	1 516,9	1 184,8	796,5	401,0	1,7	-167,3	-174,3
Dług netto / kapitał własny	24%	37%	53%	54%	52%	36%	22%	10%	0%	-4%	-4%
Dług netto / EBITDA	0,9	1,4	1,8	1,6	1,5	1,1	0,7	0,4	0,0	-0,2	-0,2
Dług netto / EBIT	1,2	1,8	2,4	2,1	1,9	1,4	0,9	0,5	0,0	-0,2	-0,2
EV	6 578,1	6 863,0	7 278,9	7 441,5	7 537,7	7 205,6	6 817,3	6 421,8	6 022,5	5 853,5	5 846,5
Dług / EV	15%	15%	18%	20%	21%	18%	14%	8%	3%	0%	0%
CAPEX / Przychody	6%	9%	11%	8%	9%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	197%	339%	364%	268%	254%	101%	99%	99%	100%	100%	100%
Amortyzacja / Przychody	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	-2%	-1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	11%	-221%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Wskaźniki rynkowe	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
MC/S*	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	13,9	14,1	13,0	9,9	8,7	8,1	7,6	7,6	7,4	7,3	7,2
P/BV*	2,5	2,5	2,4	2,2	2,0	1,8	1,6	1,4	1,3	1,2	1,2
P/CE*	10,2	10,3	9,2	7,4	6,5	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7
EV/EBITDA*	10,5	10,8	10,0	8,2	7,2	6,5	5,9	5,6	5,3	5,1	5,1
EV/EBIT*	14,1	14,2	13,6	10,5	9,4	8,4	7,5	7,1	6,6	6,4	6,3
EV/S*	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
BVPS	1,7	1,7	1,8	2,0	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4	3,5	3,5
EPS	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
CEPS	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
FCFPS	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5
DPS za okres	0,31	0,25	0,27	0,27	0,28	0,27	0,29	0,29	0,47	0,60	0,60
Payout ratio	98,4%	80,0%	80,0%	60,0%	55,0%	50,0%	50,0%	50,0%	80,0%	100,0%	100,0%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 4,39 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
Dyrektor Wydziału
Makler Papierów Wartościowych
tel. (032) 20-81-412
e-mail: bobrowski@bdm.pl
IT, media, handel

Krzysztof Pado
Specjalista ds. analiz
tel. (032) 20-81-432
e-mail: pado@bdm.pl
materiały budowlane, budownictwo, paliwa

Krzysztof Brymora
tel. (032) 20-81-435
e-mail: brymora@bdm.pl
chemia, przemysł drzewny

Adrian Górniak
tel. (032) 20-81-438
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Dariusz Wareluk
Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-100
e-mail: dariusz.wareluk@bdm.pl

Leszek Mackiewicz
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Bartosz Zieliński
tel. (022) 62-20-854
e-mail: bartosz.zielinski@bdm.pl

Maciej Bąk
tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.bak@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	kurs	WIG
Akumuluj	5,0	Akumuluj	5,49**	26.06.2014	4,39	52 096,4
Akumuluj	5,49**	Kupuj	5,64*	14.06.2013	5,1	48 408,3
Kupuj	5,64*	-	-	26.02.2013	5,33	45 868,4

*- korekta o wartość DIV 0,76 PLN/akcję, **- korekta o wartość DIV 0,31 PLN/akcję

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 2Q'14:

Kupuj	2	25%
Akumuluj	5	63%
Trzymaj	1	13%
Redukuj	0	0%
Sprzedaj	0	0%

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
EPS - zysk netto na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
EV/S — stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
EV/EBITDA — stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
P/EBIT — stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
MC/S — stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
P/E — stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
P/BV — stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
P/CE — wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
ROA - stosunek zysku netto do aktywów
marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;
Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;
Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;
Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;
Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.
Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka
Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:
Kupuj — inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;
Akumuluj — proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;
Trzymaj — inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;
Redukuj — proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;
Sprzedaj — inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Kluczule:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców i jest z nim zgodny.

Niniejszy raport jest skierowany do inwestorów obsługiwanych przez BDM. Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy raport przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz i Informacji. Nie może być on jednak publikowany bądź powielany bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazany lub wydany osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM 26.06.2014 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od 01.07.2014 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM.

Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące spółek wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nie trafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 6 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności, rzetelności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją. BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

Inwestor powinien zakładać, że BDM świadczył, świadczy lub ma zamiar złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

BDM, jego pracownicy lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Pomiędzy BDM a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie Informacji stanowiących rekomendacje instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport.

BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.
Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.