



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHOS

RAPORT ANALITYCZNY

AKUMULUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 4,6 PLN

3 MARZEC 2016

W ostatnich 3 latach wyniki spółki znalazły się pod presją słabego otoczenia w branży kauczkowej. Niemniej przy historycznie niskich relacjach produkt/surowiec i zdarzeniach nadzwyczajnych jak awaria krakera w Litwinowie (sierpień 2015 roku) EBITDA grupy utrzymała się powyżej 600 mln PLN, a spółka zwiększyła moce produkcyjne (SSBR) utrzymując przy tym hojną politykę dywidendową (DY powyżej 6%). Dostrzegając symptomy poprawy rynku kauczków (wzrosty cen butadienu w Azji, duży popyt z sektora oponiarskiego i znaczna redukcja globalnych zapasów), dobre otoczenie w produktach styrenowych, efekty nowych inwestycji zwiększających moce produkcyjne (potencjał nawet 300 mln PLN EBITDA), a także hojną politykę dywidendową decydujemy się na podtrzymanie rekomendacji AKUMULUJ dla spółki ustalając cenę docelową na poziomie 4,6 PLN/akcję.

Na początku lutego'16 spółka podała szacunki wyników finansowych za 2015 rok (raport zostanie opublikowany 07.03.2016). Okazały się one zbliżone z naszymi oczekiwaniami. Pozytywnie zaskoczył niższy o ok. 130 mln PLN dług netto (655 mln PLN, 1,06x EBITDA), co daje nadzieję na wypłatę wyższej dywidendy od naszych i rynkowych oczekiwań (0,25 PLN/akcję, DY ponad 6%). EPS za 2015 rok wyniósł 0,32 PLN/akcję, a zarząd zgodnie z polityką dywidendową może rekomendować wypłatę 100% zysku netto (DY ok. 8%).

Na wyniki 2015 roku negatywnie wpłynęła awaria krakera w czeskim Litwinowie (PKN), co odcieło fabrykę od dostaw podstawowych surowców (C4, etylen, benzen) i znacznie obniżyło rentowność segmentu kauczkowego i styrenowego. Wg ostatnich informacji PKN, kraker ma być uruchomiony w 65% w lipcu'16, a w 100% w październiku'16. Do tego czasu wyniki spółki dalej będą obciążone tym zdarzeniem (niskie wykorzystanie mocy instalacji butadienu i etylobenzenu, zmiana mixu sprzedaży z wyżej marżowych PBR na ESBR, duże koszty logistyki sprowadzenia surowców).

Dobre otoczenie w branży oponiarskiej w latach 2014-2015 (rynek opon na wymianę +8%, w tym Europa +4%) pozwoliło zredukować globalne zapasy kauczków do poziomów najniższych od 2010 roku (dla kauczuku sztucznego). Nadpodaż kauczków uznawana była za główną przyczynę spadku cen.

Obecnie na największych rynkach utrzymuje się dodatnia dynamika sprzedaży opon, a producenci nie rezygnują z ponoszenia wysokich nakładów inwestycyjnych na rozbudowę mocy, tak jak to się ma w sektorze naftowym. Najnowsze prognozy Continental na 2016 rok zakładają wzrost globalnego rynku OE o 1% (Europa +2%), a rynku wymiany opon o 2% (Europa 2%). W ostatnich latach rynki te rosły średnio 2-3%.

Od końcówki 2015 roku obserwujemy odbudowę cen butadienu w Azji mimo zniżujących cen ropy naftowej. No koniec lutego'16 butadien w Korei kosztował 920 USD/t wobec 660 USD/t w grudniu'15. Tymczasem butadien w Europie pozostaje na względnie niskim poziomie ok. 600 USD/t w styczniu. Taka sytuacja sprzyja europejskim producentom i zapowiada większe odbicie na rynku. Nasze prognozy na 2016 rok są poniżej bieżących poziomów i oczekiwań Continental.

Wycena DCF [PLN]	4,6
Wycena porównawcza [PLN]	3,2
Wycena końcowa [PLN]	4,6
Potencjał do wzrostu / spadku	15,9%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	4,00
Kapitalizacja [mln PLN]	5 293
Ilość akcji [mln. szt.]	1 323
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,3
Stopa zwrotu za 3 mc	10,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	5,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-17,0%
Struktura akcjonariatu:	
Sołowow Michał z FTF Galleon SA i Barco Capital Investment Ltd.	62,5%
Pozostali	37,5%

Krzysztof Brymora

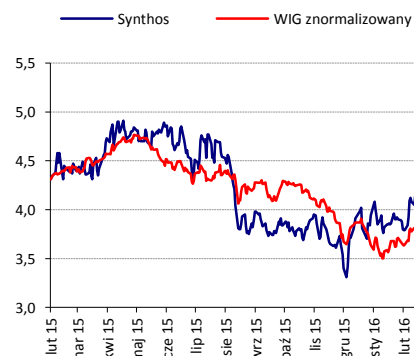
brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.

	2013	2014	2015P*	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	5 359,3	4 618,8	4 058,0	4 236,3	5 192,5	5 928,2
EBITDA [mln PLN]	605,3	635,8	617,0	667,8	765,1	842,2
EBIT [mln PLN]	453,0	479,5	450,0	456,1	521,1	571,5
Wynik netto [mln PLN]	416,9	356,9	426,0	299,1	397,0	461,3
P/BV	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1
P/E	12,7	14,8	12,4	17,7	13,3	11,5
EV/EBITDA	9,7	9,4	9,7	9,3	8,6	8,0
EV/EBIT	12,9	12,5	13,2	13,6	12,6	11,8
DY w okresie	12,9%	6,0%	6,3%	6,3%	5,7%	6,0%

*-spółka podała szacunki wyników na początku lutego'16



Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości 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
DOBRY POPYT Z SEKTORA OPONIARSKIEGO, REDUKCJA ZAPASÓW KAUCZUKÓW	3
POTENCJAŁ POPRAWY MARŻ W SEGMENTIE KAUCZUKOWYM	5
INWESTYCJE ZWIĘKSZAJĄCE MOCE PRODUKCYJNE.....	7
HOJNA POLITYKA DYWIDENDOWA.....	7
RELATYWNA SŁABOŚĆ KURSU 2015 I SIŁA W 2016 ROKU	8
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	9
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	13
SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'15 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	14
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	16
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2017	18
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025	19
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2016-2025 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 4,6 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych konkurentów, oparta na prognozach wyników na lata 2015 – 2017 dała wartość 1 akcji na poziomie 3,2 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, hojną politykę dywidendową (DY >6%) i zaburzone wyniki 2015/2016 roku (awaria w Litvinowie). W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 4,6 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	100%	4,6
Wycena metodą porównawczą [PLN]	0%	3,2
Wycena spółki [PLN]		4,6

Źródło: BDM S.A.

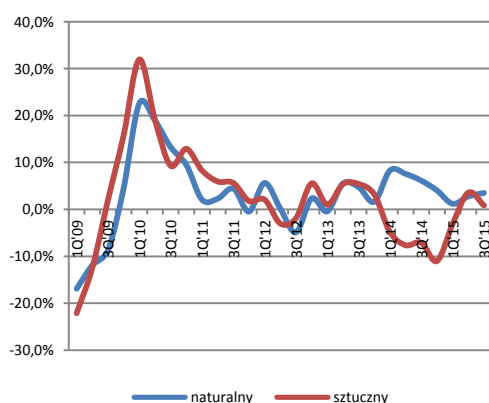
Dobry popyt z sektora oponiarskiego, redukcja zapasów kauczuków

W ostatnich miesiącach obserwowany jest dobry popyt z sektora oponiarskiego, co pozwoliło na zredukowanie wysokich zapasów kauczuku sztucznego i naturalnego. Na koniec 3Q'15 wg IRSG (ostatnie dostępne dane) stan zapasów kauczuku sztucznego w dniach konsumpcji był najniższy od 2010 roku, a naturalnego od 2013 roku.

Na największych rynkach (Europa, Azja, Ameryka Pn) utrzymuje się dodatnia dynamika sprzedaży opon, a producenci nie rezygnują z ponoszenia wysokich nakładów inwestycyjnych na rozbudowę mocy, tak jak to się ma w sektorze naftowym.

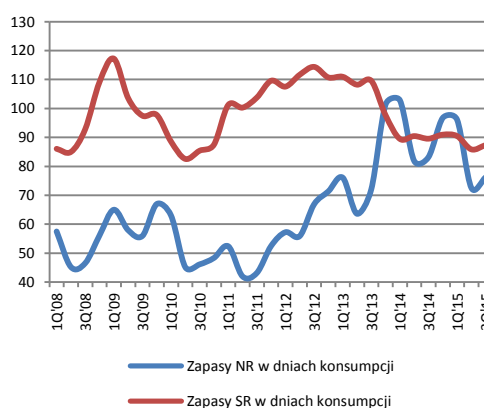
Najnowsze prognozy Continental na 2016 rok wskazują na wzrost globalnego rynku OE (pierwotne wyposażenie) o 1% (Europa +2%) a rynku wymiany opon o 2% (Europa 2%). W ostatnich latach rynki te rosły średnio 2-3%.

Globalna dynamika konsumpcji kauczuków



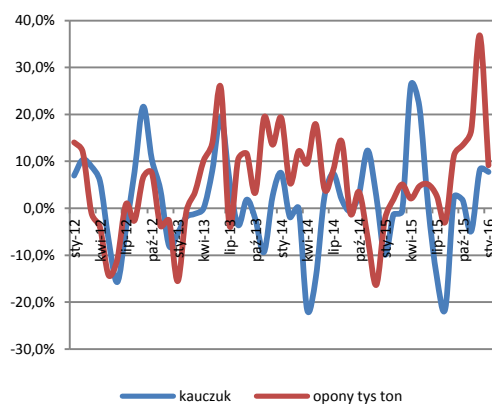
Źródło: BDM S.A. IRSG

Zapasy kauczuków w dniach konsumpcji



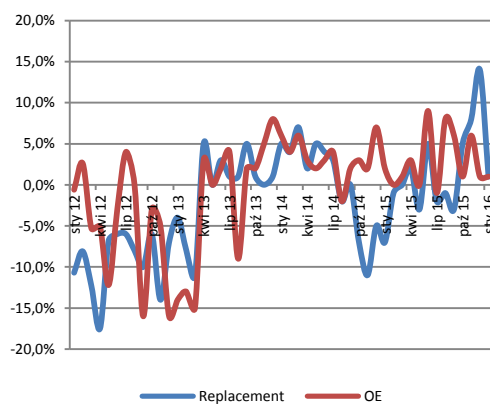
Źródło: BDM S.A. IRSG

Dynamika produkcji kauczuków i opon GUS [r/r]



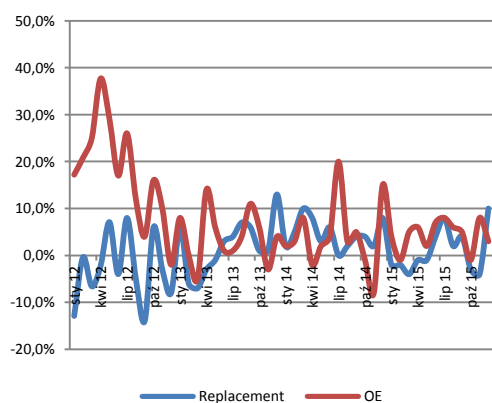
Źródło: BDM S.A. GUS

Dynamika sprzedaży opon w Europie [r/r]



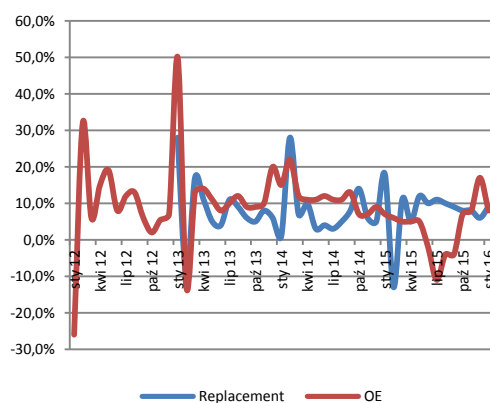
Źródło: BDM S.A. Michelin. Auta osobowe. Replacement- rynek wymiany, OE- rynek oryginalnego wyposażenia

Dynamika sprzedaży opon w Ameryce Pn [r/r]



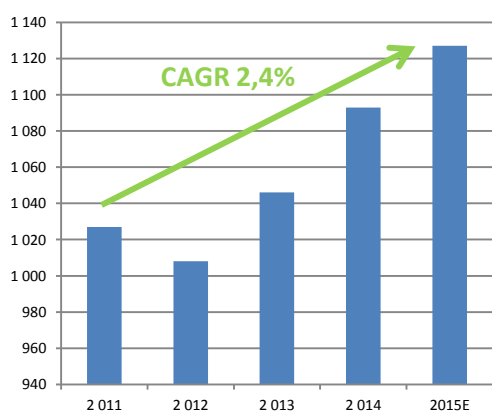
Źródło: BDM S.A. Michelin. Auta osobowe. Replacement- rynek wymiany, OE- rynek oryginalnego wyposażenia

Dynamika sprzedaży opon w Chinach [r/r]



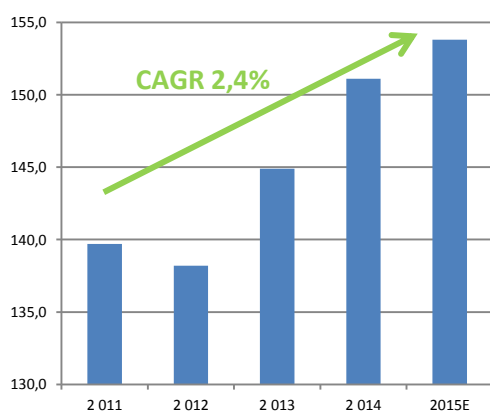
Źródło: BDM S.A. Michelin. Auta osobowe. Replacement- rynek wymiany, OE- rynek oryginalnego wyposażenia

Sprzedaż opon do sam. osobowych na świecie [mln szt.]



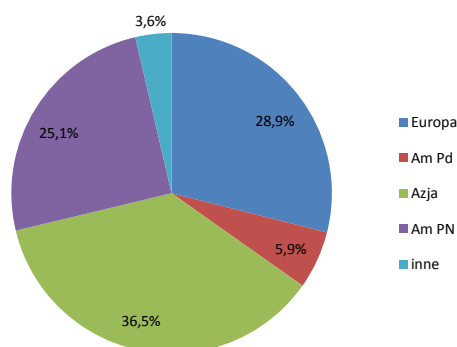
Źródło: BDM S.A. Continental, rynek wymiany opon

Sprzedaż opon do sam. ciężarowych na świecie [mln szt.]

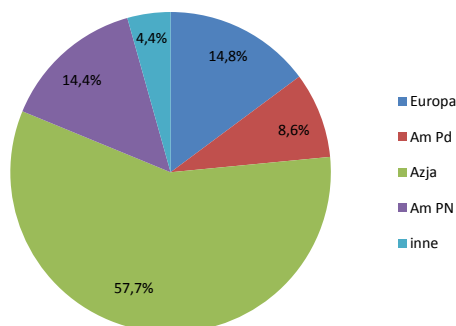


Źródło: BDM S.A. Continental, rynek wymiany opon

Sprzedaż opon do sam. osobowych na świecie



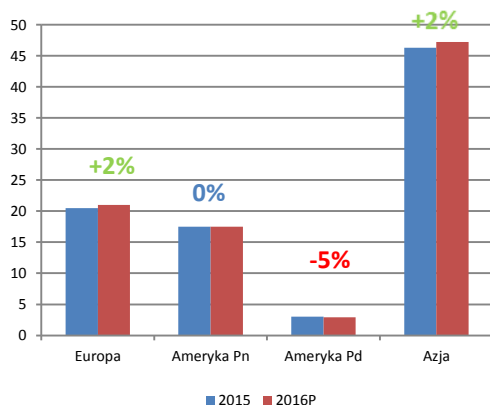
Sprzedaż opon do sam. ciężarowych na świecie



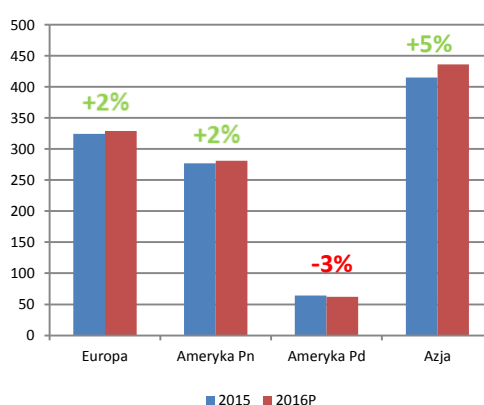
Źródło: BDM S.A. Continental, rynek wymiany opon

Źródło: BDM S.A. Continental, rynek wymiany opon

Produkcja sam. os./rynek OE- projekcja 2016



Rynek wymiany opon do sam. os.- projekcja 2016



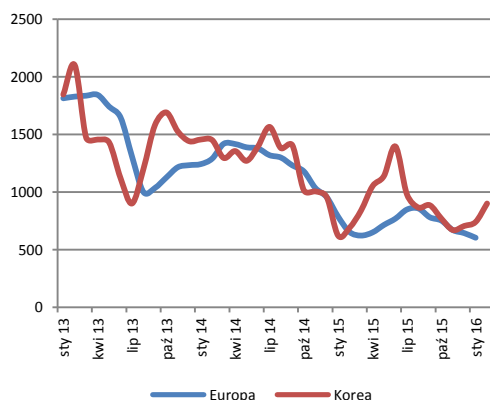
Źródło: BDM S.A. Continental styczeń/marzec 2016

Źródło: BDM S.A. Continental styczeń/marzec 2016

Potencjał poprawy marż w segmencie kauczukowym

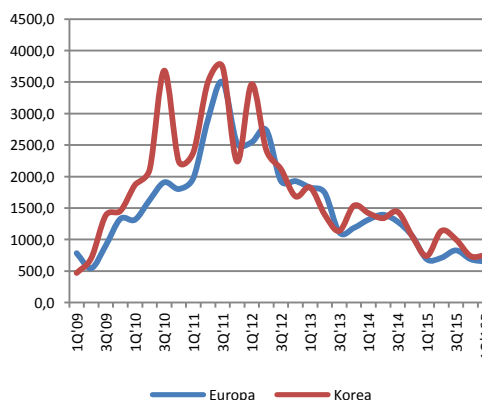
Od końcówki 2015 roku obserwujemy odbudowę cen butadienu w Azji mimo zniżujących cen ropy naftowej. No koniec lutego'16 butadien w Korei kosztował 920 USD/t wobec dołków 660 USD/t w grudniu'15. Wzrosty cen tłumaczone są awarią krakera Shell w Singapurze ale również lepszym popytem. Tymczasem butadien w Europie pozostaje na względnie niskim poziomie ok. 600 USD/t w styczniu. Taka sytuacja sprzyja europejskim producentom i zapowiada większe odbicie na rynku.

Notowania butadienu w Europie i Korei EoM [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

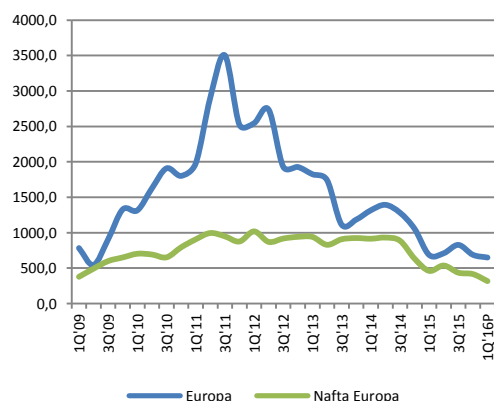
Notowania butadienu w Europie i Korei [USD/t]



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

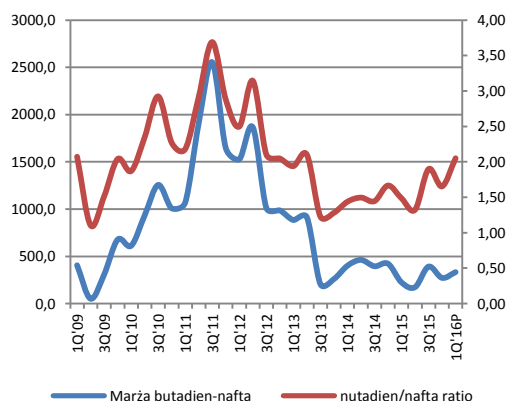
Długoterminowe relacji cen butadienu i ropy od 2013 roku pozostają na historycznie niskich poziomach i ciężko oczekiwać ich dalszego pogorszenia, o czym informowaliśmy w poprzednich raportach analitycznych. Obecnie obserwowana jest lekka poprawa i oczekujemy jej kontynuacji w latach 2016-2017 (butadien 1150 USD/t wobec 700-900 USD/t obecnie).

Notowania butadienu i ropy [USD/t]



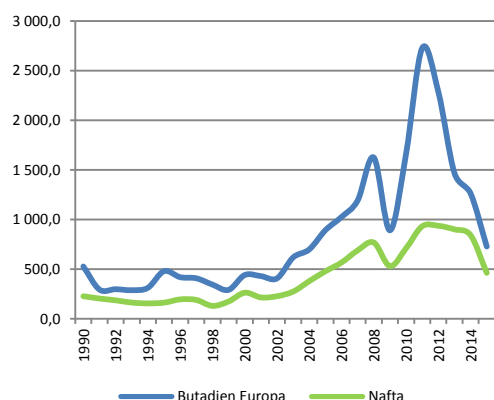
Źródło: BDM S.A, Bloomberg

Relacja butadien-ropa



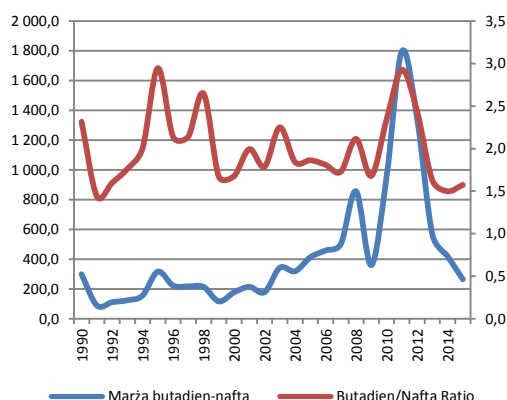
Źródło: BDM S.A, Bloomberg. LS: Marża [USD/t], PS: ratio

Notowania butadienu i ropy [USD/t]- długoterminowo



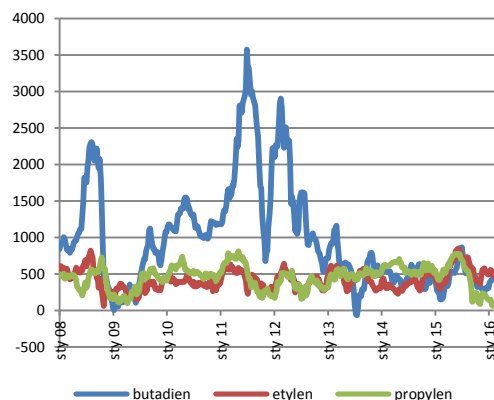
Źródło: BDM S.A, Bloomberg

Relacja butadien-ropa ujęcie długoterminowe



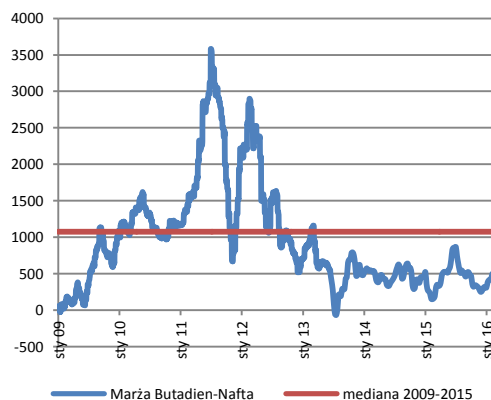
Źródło: BDM S.A, Bloomberg. LS: Marża USD/t, PS: ratio

Marże na produkcji butadienu, etylenu i propylenu*



Źródło: BDM S.A, Bloomberg. *- Produkt-ropa USD/t

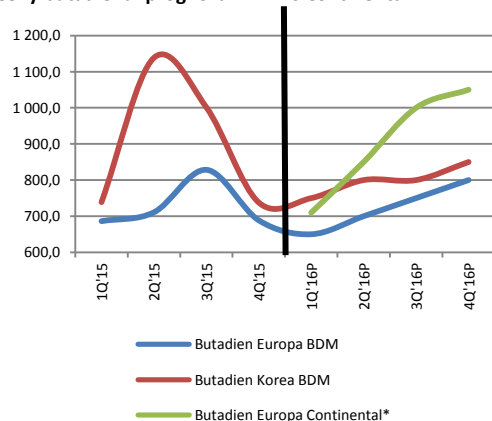
Marża na produkcji butadienu (mediana)*



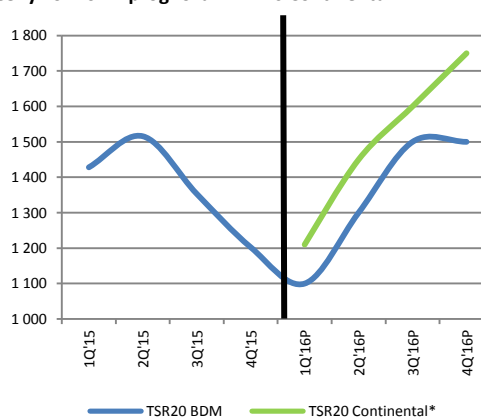
Źródło: BDM S.A, Bloomberg. *- Produkt-ropa USD/t

Nasze prognozy na 2016 rok dla cen butadienu i kauczuku naturalnego są poniżej bieżących cen rynkowych i poniżej oczekiwań Continental z marca 2016 roku (10-20% dla butadienu, 10-14% dla naturalnego), co daje nadzieje na podniesienie prognoz wyników finansowych na bieżący rok.

Ceny butadienu: prognoza BDM vs Continental



Ceny TSR20**: prognoza BDM vs Continental

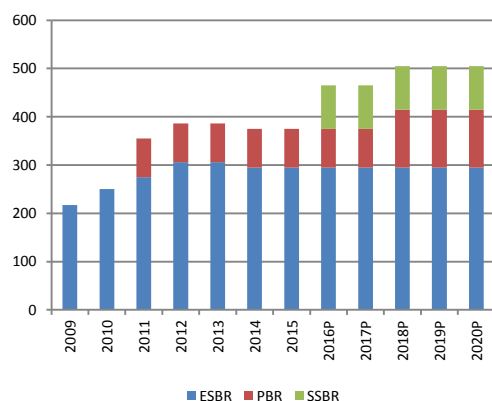


Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Continental. USD/t *- Źródło: BDM S.A., Bloomberg, Continental. USD/t *-
prognozy z marca 2016 roku prognozy z marca 2016 roku. ** - kauczuk naturalny
notowany w Malezji.

Inwestycje zwiększające moce produkcyjne

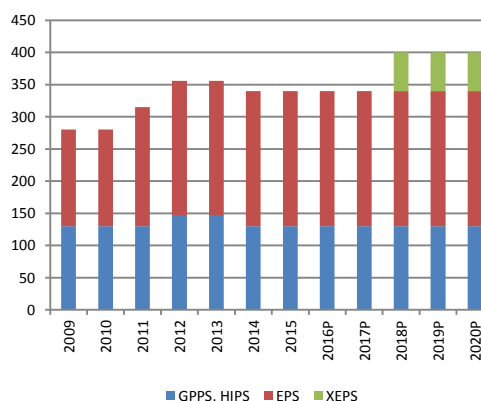
W 2011 roku spółka zwiększyła moce produkcyjne kauczuków wchodząc w nowy obszar PBR. W 2015 roku zakończyła się fabryka SSBR w Oświęcimiu, a spółka planuje rozbudowę fabryki PBR Kralupy o połowę. Do 2018 roku moce produkcyjne kauczuków powinny sięgnąć 500 tys. ton rocznie wobec niecałych 400 tys. ton na koniec 2014 roku (CAGR ponad 8%). W przypadku polistyrenów spółka ma w planie fabrykę innowacyjnych polistyrenów XEPS (produkt do ociepleń, lepszy zamiennik zwykłego EPS w styropianie). W dyspersjach przejęła producenta klejów Oristano (15 tys. ton mocy), a w Agro dwie doświadczalne spółki Organika z Sarzyny i Organika-Azot z Jaworzna. Spółka planuje budowę fabryki ŚOR (nieuwzględnione w naszej wycenie).

Moce produkcyjne kauczuki 2009-2020P [tys. ton]



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

Moce produkcyjne polistyrenów 2009-2020P [tys. ton]



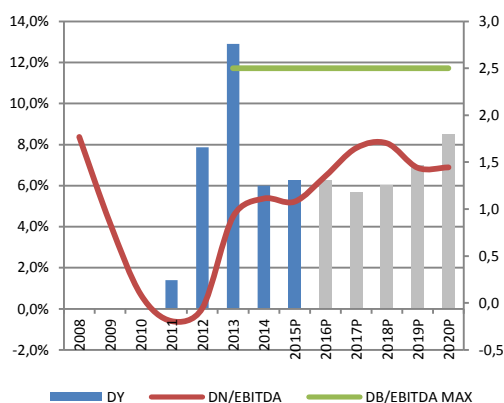
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

Hojna polityka dywidendowa

Polityka dywidendowa przyjęta przez zarząd w 2013 roku uprawnia do wypłaty całego zysku w postaci dywidendy w momencie gdy DN/EBITDA znajduje się w przedziale 1-2,5x. Wg szacunków wyników za 2015 rok DN/EBITDA wynosi 1,06x, a EPS sięgnął 0,32 PLN (DY ok. 8%). Z zysku za 2014 rok spółka wypłaciła 0,25 PLN/akcję i takiej samej wypłaty oczekujemy w bieżącym roku (tyle też zakłada konsensus). Niewykluczone jednak, że przy niskim zadłużeniu i rezygnacji z dużego projektu inwestycyjnego w Brazylii dywidenda będzie na maksymalnym poziomie (DPS 0,32 PLN).

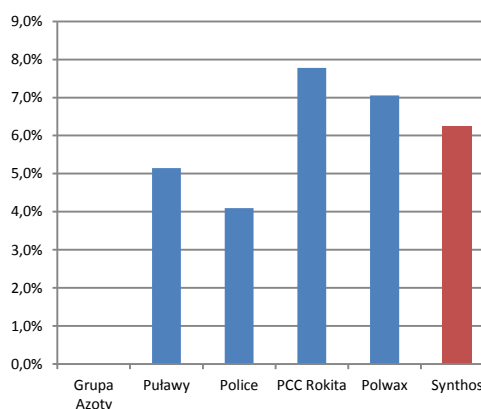
W latach 2016-2018 szacujemy, że CAPEX przekroczy 1,5 mld PLN przy skumulowanej EBITDA blisko 2,3 mld PLN. W tym okresie zakładamy utrzymanie DY przy bieżącym kursie przynajmniej na poziomie 6-7% DY, a zadłużenie nie powinno przekroczyć 2,0x EBITDA (spółka ma do rozliczenia jeszcze ok. 150 mln PLN dotacji unijnych). Nawet w przypadku realizacji dodatkowych inwestycji wskazywanych w komunikacie po posiedzeniu RM z 2014 roku (dodatkowy CAPEX bliski 0,9 mld PLN) spółka powinna utrzymać hojną politykę dywidendową.

DY i DN/EBITDA 2008-2020P



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS: DY, PS: dług netto/EBITDA. Ceny z momentu rekomendacji DIV przez zarząd.

Oczekiwane DY 2016 polskich spółek chemicznych.

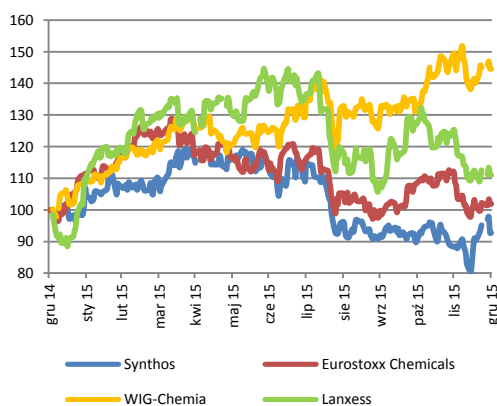


Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne.

Relatywna słabość kursu 2015 i siła w 2016 roku

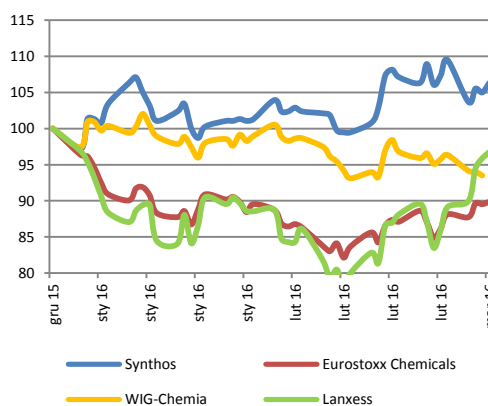
W 2015 roku spółka należała do najsłabszych podmiotów w krajowej branży chemicznej tracąc ponad 7% przy 44% zysku WIG-Chemia i 11% zysku Lanxess. Od początku 2016 roku kurs odznacza się relatywną siłą zyskując ponad 6% przy stracie innych spółek chemicznych.

Relatywna słabość spółki w 2015 roku...



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

... i siła w 2016 roku (YTD)



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

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 kauczków syntetycznych (opony, pozostałe wyroby gumowe). Długoterminowo rynek motoryzacyjny powinien rosnąć dzięki zwiększaniu mobilności w krajach azjatyckich (Chiny, Indie).

▪ **Spadki wycen spółek chemicznych na świecie**

Od listopada'15 znacząco obniżyły się wyceny globalnych spółek chemicznych. Eurostoxx Chemicals Index spadł blisko 20%, kluczowy konkurent Lanxess 16%, WIG-Chemia 10%, a Synthos zyskał w tym czasie 9%. Niemniej należy pamiętać, że w 2015 roku notowania Synthosu straciły ok. 7% wobec zysku pozostałych spółek/indeksów (WIG-Chemia +44%).

▪ **Opóźnienia lub brak realizacji kluczowych inwestycji**

Wzrost wyników finansowych w naszym modelu to zasługa gł. inwestycji zwiększających moce produkcyjne (SSBR, rozbudowa PBR, polistyreny XEPS), bądź poprawiające efektywność biznesu (spalarnia śmieci, kocioł fluidalny). Opóźnienia w ich realizacji, bądź ich brak, mogą znacząco wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe.

▪ **Zmniejszenie strumienia dywidend**

Od 2011 roku spółka co roku płaci dywidendę (łącznie 1,89 PLN/akcję), a jej stopa sięgała 6-13% kapitalizacji. Od 2013 roku zarząd przyjął politykę dywidendową zakładającą wypłatę do 100% zysku netto przy wskaźniku DN/EBITDA 1-2,5x (brak dywidendy >2,5x). Oczekujemy, że w najbliższych latach spółka będzie w stanie trzymać DY rzędu 6-7%, ale niewykluczone, że słabsze wyniki i wyższe nakłady inwestycyjne ograniczą jej strumień.

▪ **Ryzyko substytucji kauczków ESBR**

Kauczki ESBR, czyli główny produkt w ofercie spółki (ok. 300 tys. ton mocy rocznie, 1,6 mld PLN sprzedaży, 39% ogółu-2015 rok) to produkt masowy, tani, z niską wartością dodaną i relatywnie niską barierą wejścia na rynek. W związku z polityką etykietowania opon popyt na kauczki z lepszymi właściwościami (m.in. PBR/SSBR) powinien rosnąć kosztem ESBR. W kauczkach ESBR przodują obecnie Chińczycy, a liderzy na Zachodzie preferują produkty bardziej zaawansowane. Obecnie Synthos przechodzi transformację produktową. W 2011 roku ruszyła instalacja Nd-PBR (rozbudowa w 2018 roku), a obecnie trwa rozruch SSBR/Li-PBR w Oświęcimiu. Plan zakłada dalsze zwiększanie oferty produktowej w kauczkach innych niż ESBR. Wskazujemy ponadto, że fabrykę ESBR w Dworach (max 191 tys. ton) spółka może przestawić na wyżej przetworzone produkty.

▪ **Ryzyko nadpodaży kauczków syntetycznych**

Mimo relatywnie dobrego popytu z rynku oponiarskiego presja cenowa na kauczkach wynika głównie z nadwyżki mocy produkcyjnych. W ostatnich latach oddane zostały do użytku nowe instalacje w Azji, zarówno po stronie kauczków jak i butadienu. Dodatkową presję wywiera upływnianie zapasów czy nadpodaż kauczuku naturalnego i jego niskie ceny. W rezultacie wielu chińskich producentów ESBR ograniczyło wykorzystanie mocy 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 w latach 2013-2015 generując 160-170 mln PLN EBITDA (rekordowe poziomy) znacząco zneutralizował spadek wyników w podstawowym biznesie kauczukowym. Niemniej w długim terminie istnieje ryzyko mniejszych marż (marża EBITDA 2013-2015 8-10%, mediana 2004-2012 ok. 1-2%). 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.

▪ **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. W długim terminie zakładamy kursy zgodnie z aktualną krzywą futures (EUR/USD 1,20) wobec bieżących notowań ok. 1,10.

▪ **Ryzyko głównego akcjonariusza**

Głównym akcjonariuszem jest Pan Michał Sołtów (62%) będący także właścicielem innych giełdowych spółek, a w akcjonariacie nie ma innego inwestora powyżej progu 5%.

▪ **Rewizja indeksu WIG20**

Od 2012 roku spółka jest w składzie WIG20. Pojawiają się spekulacje, że na marcowej rewizji Synthos opuści skład podstawowego indeksu, co może negatywnie wpłynąć na wycenę spółki. GPW powinna opublikować zmiany indeksów 3 marca 2016. Marcowa rewizja indeksów nastąpi na zamknięciu sesji 18 marca 2016.

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):

▪ Wolumeny sprzedaży

W związku ze słabą koniunkturą na rynku kauczuków syntetycznych obniżyliśmy wolumeny sprzedaży ESBR o 8-5%. Awaria krakera w czeskim Litvinovie wpłynęła na znaczny spadek wolumenów PBR (brak wystarczającej ilości butadienu) mimo całkiem wysokiej marży na tym produkcie. Szacujemy, że spadek wolumenów PBR w 2H'15 to ok. 50% r/r i tak też będzie w 1H'16. Wolumeny wrócą po uruchomieniu krakera w 3Q'16. W przypadku nowej inwestycji SSBR zakładamy ok. 10 tys. ton sprzedaży w 2H'16 (12-miesięczny okres aprobaty), a następnie 45 tys. ton w 2017 i pełne moce w 2019 roku. Od 2018 roku zakładamy wpływ nowych mocy z rozbudowanej fabryki PBR w Kralupach (40k ton, pełen potencjał w 2019 roku). Spółka nie powinna mieć problemów z zagospodarowaniem nowych mocy produkcyjnych. Koniunktura na głównych rynkach oponiarskich jest dobra.

W przypadku polistyrenów oczekujemy lekkiego wzrostu (pełne wykorzystanie mocy produkcyjnych). Nową instalację XEPS kalkulujemy od 2018 roku (pełen potencjał w 2020 roku). Szczegóły nowych inwestycji zwiększających moce produkcyjne zostały opisane w rozdziale „Aktualizacja programu inwestycyjnego”.

▪ Ceny produktów/surowców

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów/surowców. Ich znaczna przecena to konsekwencja spadku cen ropy z ok. 110 USD/bbl do 30-40 USD/bbl. W długim terminie przyjmujemy krzywą futures, co oznacza ok. 53 USD/bbl od 2020 roku (38 USD/bbl w 2016P vs 54 USD/bbl w 2015).

W poprzednim raporcie z czerwca'14 oczekiwaliśmy powolnej odbudowy cen/marż w segmencie kauczuków (dopiero 2016 rok). W istocie tak było, a przez dynamicznie spadające ceny ropy naftowej znaleźliśmy się na jeszcze niższych poziomach (butadien 700-800 USD/t z perspektywa 1150 w 2018 roku wobec pierwotnych założeń 1400 USD/t z perspektywą 1800-2000 USD/t). W długim terminie oczekujemy podobnych relacji cenowych (butadien/nafta 2,4x wobec 1,6x w 2015 roku, marża ok. 450 EUR/t wobec 135 EUR/t w 2015 roku, relacja kauczuku naturalnego do syntetycznego 1,0x).

▪ Waluty

Kursy walut przyjmujemy zgodnie z bieżącą krzywą kontraktów terminowych (EUR/PLN'16 4,44, EUR/USD 1,12, długoterminowo EUR/PLN 4,54, EUR/USD 1,20).

▪ CAPEX/dotacje

Zaktualizowaliśmy CAPEX o nowe projekty, w szczególności rozbudowę PBR Kralupy o 40 tys. ton (zamiast PBR Brazylia), spalarnię śmieci, fabrykę polistyrenów XEPS. CAPEX w latach 2016-2018 ma wynieść ponad 1,5 mld PLN brutto (wraz z nakładami odtworzeniowymi). Szczegóły zostały przedstawione w rozdziale „Aktualizacja programu inwestycyjnego”.

Efektywny CAPEX będzie mniejszy o rozliczone dotacje. Na koniec 3Q'15 spółka miała przyznane 290 mln PLN dotacji, a w 4Q'15 dostała wsparcie na nową fabrykę XEPS (ok. 60 mln PLN). Do tego czasu rozliczyła kwotę 125 mln PLN. Prawdopodobnie na spadek zadłużenia netto na koniec 2015 roku wpływ miało również rozliczenie dotacji (ok. 50 mln PLN). Szacujemy, że 90 mln PLN zostanie rozliczonych w 2016 roku a pozostałe 60 mln PLN w 2017 roku. Decyzję o budowie spalarni odpadów (CAPEX ok. 400 mln PLN) spółka warunkuje również przyznaniem wsparcia, czego nie zakładamy w naszym modelu (inne projekty dostawały wsparcie nawet 50% kosztów).

▪ Dywidenda

Zakładamy 0,25 DPS z zysku za 2015 rok, czyli podobnie jak w ubiegłym roku (DY 6,3%), choć dywidenda może nawet sięgnąć 0,32 DPS (DY 8%). W następnych latach oczekujemy, że spółka będzie trzymać stopę dywidendy rzędu 6-7%, choć polityka dywidendowa (max poziom DN/EBITDA 2,5x) pozwala nawet na wyższe wypłaty).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2016-2025 przyjęliśmy na poziomie 10% 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 2015 roku (665 mln PLN).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 3 marca 2016 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 6,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 4,6 PLN.

Model DCF

	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2013P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4 058,0	4 236,3	5 192,5	5 928,2	6 449,9	6 662,3	6 675,4	6 688,6	6 701,9	6 715,5	6 729,2
EBIT [mln PLN]	450,0	456,1	521,1	571,5	684,5	673,3	669,9	672,8	677,6	684,1	691,8
Stopa podatkowa	7,3%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Podatek od EBIT [mln PLN]	32,8	45,6	52,1	57,1	68,4	67,3	67,0	67,3	67,8	68,4	69,2
NOPLAT [mln PLN]	417,2	410,5	469,0	514,3	616,0	605,9	602,9	605,5	609,9	615,7	622,6
Amortyzacja [mln PLN]	167,2	211,7	244,0	270,8	286,3	292,7	297,4	300,0	300,7	299,8	297,7
CAPEX [mln PLN]	-559,6	-478,3	-609,6	-467,7	-360,5	-359,1	-346,4	-333,7	-321,0	-308,2	-298,8
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	154,2	-30,1	-161,4	-124,1	-88,0	-35,9	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3
FCF [mln PLN]	179,0	113,8	-58,0	193,2	453,8	503,7	551,7	569,6	587,3	605,0	619,2
DFCF [mln PLN]		107,1	-50,7	156,9	341,9	352,1	357,0	341,1	325,2	309,5	292,6
Suma DFCF [mln PLN]		2 532,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]		9 029,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		4 266,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]		6 798,8									
Dług netto [mln PLN]		665,9									
Wartość kapitału [mln PLN]		6 132,9									
Ilość akcji [mln szt.]		1 323,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		4,6									

Przychody zmiana r/r	4,4%	22,6%	14,2%	8,8%	3,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	1,4%	14,2%	9,7%	19,8%	-1,6%	-0,5%	0,4%	0,7%	1,0%	1,1%
FCF zmiana r/r	-36,4%	-	-	134,8%	11,0%	9,5%	3,2%	3,1%	3,0%	2,4%
Marża EBITDA	15,8%	14,7%	14,2%	15,1%	14,5%	14,5%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%
Marża EBIT	10,8%	10,0%	9,6%	10,6%	10,1%	10,0%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%
Marża NOPLAT	9,7%	9,0%	8,7%	9,6%	9,1%	9,0%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%
CAPEX / Przychody	11,3%	11,7%	7,9%	5,6%	5,4%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%
CAPEX / Amortyzacja	225,9%	249,8%	172,7%	125,9%	122,7%	116,5%	111,3%	106,8%	102,8%	100,3%
Zmiana KO / Przychody	0,7%	3,1%	2,1%	1,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%	16,9%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2013P	2024P	2025P
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	64,7%	66,3%	67,8%	69,2%	69,9%	75,5%	77,2%	79,0%	80,7%	82,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Udział kapitału obcego	35,3%	33,7%	32,2%	30,8%	30,1%	24,5%	22,8%	21,0%	19,3%	17,5%
WACC	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	8,0%	8,1%	8,1%	8,2%	8,3%

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	3,7	3,9	4,2	4,7	5,2	6,0	7,1	9,0	12,8
	0,8	3,5	3,7	4,0	4,3	4,8	5,5	6,4	7,9	10,5
	0,9	3,3	3,5	3,7	4,1	4,5	5,0	5,8	7,0	9,0
	1,0	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2	4,6	5,3	6,2	7,8
	1,1	3,0	3,1	3,3	3,6	3,9	4,3	4,8	5,6	6,8
	1,2	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	4,0	4,5	5,1	6,1
	1,3	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1	4,7	5,5

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%	3,9	4,2	4,5	5,0	5,7	6,6	8,0	10,5	16,1
	4,0%	3,5	3,7	4,0	4,3	4,8	5,5	6,4	7,9	10,5
	5,0%	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2	4,6	5,3	6,2	7,8
	6,0%	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	4,0	4,5	5,1	6,1
	7,0%	2,6	2,7	2,8	3,0	3,2	3,5	3,8	4,3	5,0
	8,0%	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	3,1	3,4	3,7	4,2
	9,0%	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6	2,7	3,0	3,2	3,6

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%	8,0	7,5	7,0	6,6	6,2	5,9	5,6	5,3	5,0
	4,0%	6,9	6,3	5,9	5,5	5,1	4,8	4,5	4,2	4,0
	5,0%	6,0	5,5	5,0	4,6	4,3	4,0	3,7	3,5	3,3
	6,0%	5,3	4,8	4,4	4,0	3,7	3,4	3,2	2,9	2,7
	7,0%	4,7	4,2	3,8	3,5	3,2	2,9	2,7	2,5	2,3
	8,0%	4,2	3,8	3,4	3,1	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0
	9,0%	3,8	3,4	3,1	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9	1,7

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2015-2017 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, wysoką dywidendę w Synthosie czy przez zaburzone wyniki w latach 2015-2016 (awaria krakera w Litvinovie). Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 03.03.2016.

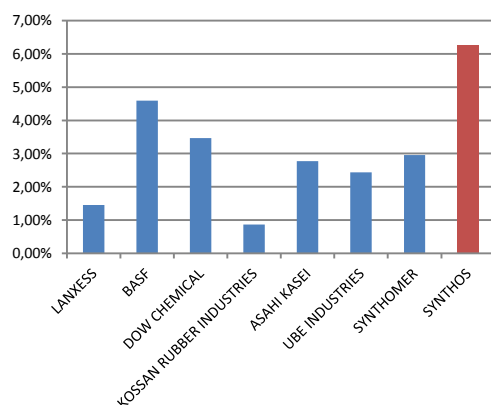
Porównując wyniki Synthosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 4,2 mld PLN, co odpowiada 3,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 4,0 PLN (bieżąca cena rynkowa) Synthos jest notowany z premią do konkurentów względem mnożników EV/EBITDA i EV/EBIT. Premia ta znajduje uzasadnienie przy wysokiej dywidendzie spółki. W odniesieniu do mnożnika P/E spółka handlowana jest z dyskontem. Należy mieć na uwadze, że wyniki 2015 i 2016 roku zaburzone są awarią krakera w czeskim Litvinovie.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
LANXESS AG	18,3	15,0	12,8	5,6	4,4	3,9	14,5	9,0	7,2
BASF SE	14,5	13,9	12,6	6,6	7,1	6,4	11,2	12,1	10,1
DOW CHEMICAL CO/THE	7,2	14,3	12,9	7,9	7,4	6,7	11,6	10,3	8,7
KOSSAN RUBBER INDUSTRIES	19,8	17,0	14,8	13,0	10,3	9,0	16,5	12,6	10,7
ASAHI KASEI CORP	9,1	10,5	9,6	4,4	4,6	4,2	7,0	7,5	7,2
UBE INDUSTRIES LTD	14,9	10,2	9,5	7,3	5,1	5,0	17,5	9,7	9,7
SYNTHOMER PLC	17,1	13,9	14,1	9,1	8,8	8,6	14,6	10,9	10,6
Mediana	14,5	14,3	12,8	6,6	7,1	6,4	11,6	10,3	8,7
Synthos	12,4	17,7	13,3	9,7	9,3	8,6	13,2	13,6	12,6
Premia/dyskonto do spółki	-14,5%	23,8%	4,1%	46,7%	31,3%	33,4%	14,5%	32,1%	43,8%
Wycena wg wskaźnika	4,7	3,2	3,8	2,6	2,9	2,8	3,4	2,9	2,5
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		3,9			2,7			2,9	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		3,2							

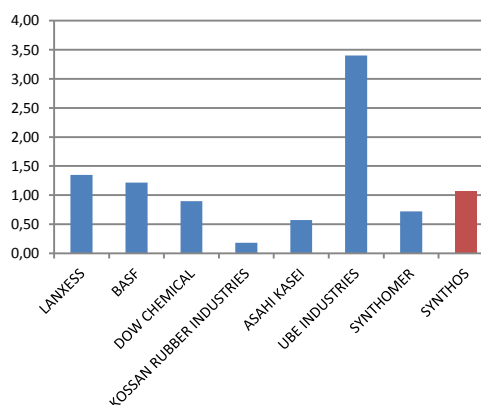
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 03.03.2016

DY w 2016 roku



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

DN/EBITDA'15



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

SZACUNKI WYNIKÓW ZA 4Q'15 I PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Na początku lutego'16 spółka RB podała szacunkowe wyniki za 2015 rok (raport ma zostać opublikowany 7 marca). Skonsolidowana EBITDA sięgnęła 617 mln PLN (-3% r/r) przy przychodach 4,06 mld PLN (-12% r/r). W samym 4Q'15 implikuje to 123 mln PLN EBITDA przy 922 mln PLN przychodów ze sprzedaży, co jest wynikiem zgodnym naszymi oczekiwaniami. Należy pamiętać, że w 2H'15 spółka utraciła dużą część marży w podstawowych segmentach (kauczuki, styrenowe) w związku z awarią krakera w czeskim Litvinovie (PKN). Wg ostatnich informacji PKN kraker ma być uruchomiony w 65% w lipcu'16, a w 100% w październiku'16. Do tego czasu wyniki spółka dalej będą obciążone tym zdarzeniem (niskie wykorzystanie mocy instalacji butadienu i etylobenzenu, zmiana mixu sprzedaży z wyżej marżowych PBR na ESR, duże koszty logistyki sprowadzenia surowców- C4, benzenu i etylenu).

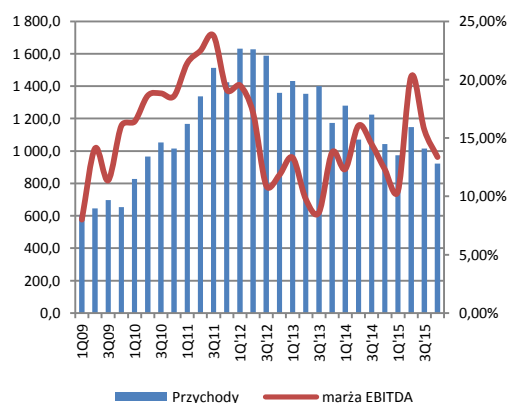
To co pozytywnie nas zaskoczyło to poziom długu netto na poziomie 655 mln PLN, czyli nieco ponad 1,0x EBITDA. W naszych prognozach dług netto szacowaliśmy bliżej 800 mln PLN. Wpływ na niższe zadłużenie mogło mieć rozliczenie dotacji unijnych gł. dla zakończonego projektu SSBR w Oświęcimiu (na koniec 3Q'15 290 mln PLN przyznanych dotacji, z czego rozliczonych 125 mln PLN- w 4Q'15 spółce przyznano kolejne 60 mln PLN na fabrykę XEPS) i bardziej efektywne gospodarowanie zapasami. Duży popyt w sektorze oponiarskim z pewnością pozwolił szybciej schodzić z zapasów.

Szacunki wyników za 4Q'15 [mln PLN]

	4Q'14	4Q'15	zmiana r/r	4Q'15P BDM	różnica	4Q'15 konsensus	różnica	2014	2015	zmiana
Przychody	1 043,5	922,2	-11,6%	973,7	-5,3%	975,50	-5,5%	4 618,8	4 058	-12,1%
EBITDA	128,4	123,3	-4,0%	128,6	-4,2%	125,70	-1,9%	635,8	617	-2,9%
EBIT	87,6	74,3	-15,2%	83,6	-11,2%	82,90	-10,4%	479,5	450	-6,2%
Zysk netto	65,8	44,3	-32,6%	59,6	-25,7%	53,30	-16,8%	356,9	426	19,4%
Marża EBITDA	12,3%	13,4%		13,2%				13,8%	15,2%	
Marża EBIT	8,4%	8,1%		8,6%				10,4%	11,1%	
Marża netto	6,3%	4,8%		6,1%				7,7%	10,5%	
Dług netto	708	655	-7,4%	786	-16,6%			708	655	-7,4%

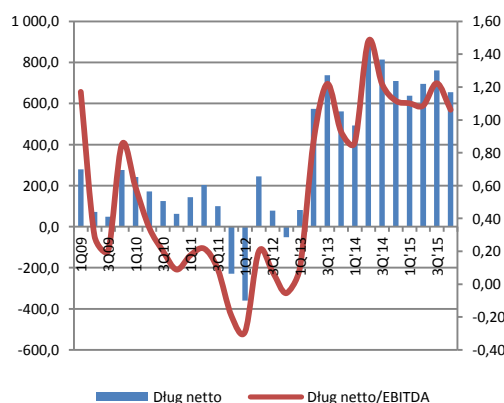
Źródło: BDM S.A. spółka

Przychody [mln PLN] i marża EBITDA 1Q'09-4Q'15



Źródło: BDM S.A. spółka

Dług netto [mln PLN] i DN/EBITDA 1Q'09-4Q'15



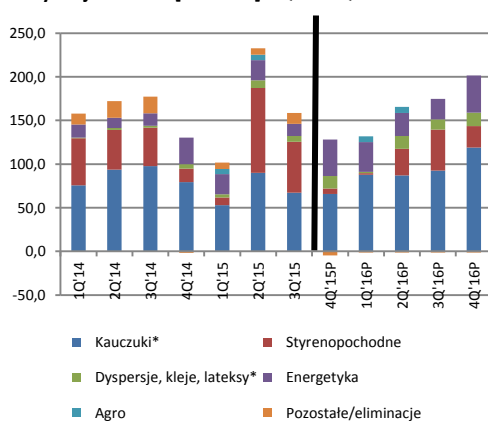
Źródło: BDM S.A. spółka

Wybrane, kwartalne dane finansowe [mln PLN]

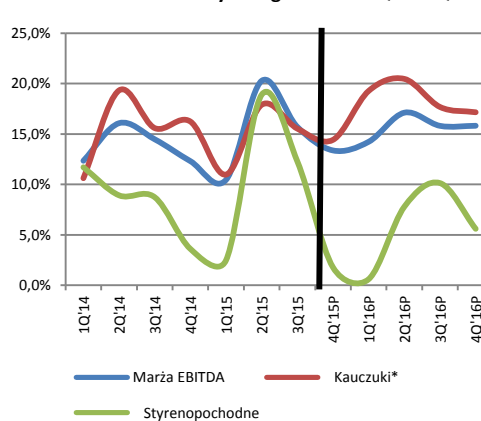
	1Q'14	2Q'14	3Q'14	4Q'14	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15P	1Q'16P	2Q'16P	3Q'16P	4Q'16P	2014	2015P	2016P
Przychody	1 279,6	1 070,4	1 225,4	1 043,5	974,1	1 147,2	1 014,5	922,2	915,9	958,3	1 097,0	1 265,1	4 618,8	4 058,0	4 236,3
Zysk brutto ze sprzedaży	195,5	198,5	205,1	166,3	137,1	273,4	193,7	153,4	154,8	187,9	200,9	239,0	765,3	757,6	782,6
EBITDA	158,0	172,0	177,4	128,4	101,8	232,6	159,3	123,3	130,3	164,0	173,4	200,1	635,8	617,0	667,8
Kauczuki*	75,5	93,5	97,6	79,3	52,9	89,8	67,0	65,7	87,7	87,0	92,5	119,0	345,8	275,5	386,2
Styrenopochodne	54,0	45,7	44,2	15,3	8,8	97,1	58,4	6,1	2,0	30,5	46,9	24,4	159,2	170,4	103,8
Dyspersje, kleje, lateksy*	0,9	2,1	2,0	5,4	3,9	9,0	6,7	14,2	1,3	14,6	12,0	15,6	10,3	33,8	43,4
Energetyka	15,1	11,9	14,2	30,3	23,0	23,0	13,9	42,0	34,2	26,6	23,5	42,6	71,5	102,0	127,0
Agro	0,0	0,0	0,0	0,0	5,9	6,4	-0,4	-0,2	6,4	6,7	-0,1	-0,1	0,0	11,8	12,8
Pozostałe/eliminacje	12,6	18,9	19,3	-1,8	7,4	7,3	12,4	-4,7	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	48,9	22,4	-5,4
EBIT	120,8	131,4	139,7	87,6	63,5	193,1	119,2	74,3	77,4	111,1	120,5	147,2	479,6	450,0	456,1
Zysk brutto	121,3	110,9	138,6	56,2	100,6	165,3	144,1	49,9	21,4	77,8	103,1	130,1	427,1	459,9	332,3
Zysk netto	108,1	60,7	122,1	65,8	91,6	154,5	135,6	44,3	19,2	70,0	92,8	117,1	356,7	426,0	299,1
Marża zysku brutto ze sprzedaży	15,3%	18,5%	16,7%	15,9%	14,1%	23,8%	19,1%	16,6%	16,9%	19,6%	18,3%	18,9%	16,6%	18,7%	18,5%
Marża EBITDA	12,3%	16,1%	14,5%	12,3%	10,5%	20,3%	15,7%	13,4%	14,2%	17,1%	15,8%	15,8%	13,8%	15,2%	15,8%
Kauczuki*	10,6%	19,3%	15,6%	16,2%	11,0%	17,9%	15,5%	14,4%	19,3%	20,5%	17,7%	17,2%	15,0%	14,7%	18,4%
Styrenopochodne	11,7%	8,9%	8,7%	3,6%	2,5%	18,9%	12,3%	1,8%	0,6%	7,8%	10,1%	5,6%	8,4%	10,1%	6,4%
Dyspersje, kleje, lateksy*	3,1%	5,6%	5,7%	7,7%	9,1%	17,0%	13,3%	26,8%	3,8%	25,4%	23,2%	28,5%	6,1%	17,0%	22,0%
Energetyka	23,4%	41,2%	32,3%	51,8%	36,3%	60,5%	25,9%	56,9%	52,5%	48,2%	45,6%	58,5%	36,5%	44,5%	51,9%
Agro	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	21,7%	22,3%	-4,9%	-2,2%	23,1%	22,7%	-1,3%	-1,3%	0,0%	16,5%	17,7%
Marża EBIT	9,4%	12,3%	11,4%	8,4%	6,5%	16,8%	11,7%	8,1%	8,5%	11,6%	11,0%	11,6%	10,4%	11,1%	10,8%
Marża netto	8,4%	5,7%	10,0%	6,3%	9,4%	13,5%	13,4%	4,8%	2,1%	7,3%	8,5%	9,3%	7,7%	10,5%	7,1%

Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. *- Lateksy do 3Q'14 w segmencie kauczuków, od 4Q'15 w dyspersjach i klejach.

Kontrybucja EBITDA [mln PLN] 1Q'11-4Q'15P



Marża EBITDA w kluczowych segmentach 1Q'11-4Q'15P



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. *- Lateksy do 3Q'14 w segmencie kauczuków, od 4Q'15 w dyspersjach i klejach.

AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO

CAPEX 2013-2015

W latach 2013-2015 największą inwestycją spółki była instalacja nowoczesnych kauczuków SSBR/Li-PBR w Oświęcimiu (koniec 3Q'15, zakładamy komercyjną sprzedaż od 3Q'16 z uwagi na 12-miesięczny okres aprobaty). Szacujemy, że pełny potencjał operacyjny (ok 640 mln PLN sprzedaży, 170 mln PLN EBITDA-marża ok. 27% EBITDA) instalacja osiągnie w 2019 roku. Spółka realizowała również budowę nowego kotła fluidalnego w EC Oświęcim (CAPEX 152 mln PLN), który zastąpi wysłużony kocioł OP z lat 60-tych (wymogi środowiskowe). Inną inwestycją środowiskową jest odsiarczanie/odazotowanie (CAPEX 35 mln PLN), mające się zakończyć w 2016 roku.

CAPEX 2016-2018

Szacujemy, że nakłady inwestycyjne w latach 2016-2018 wyniosą ponad 1,5 mld PLN, a ich szczyt przypadnie w 2017 roku (ponad 600 mln PLN). Plany spółki obejmują 3 główne inwestycje: Spalarnia śmieci (wybrany generalny wykonawca, protest ekologów), rozbudowa PBR Kralupy o 40 tys. ton i fabryka polistyrenów z dodatkiem atermicznym o obniżonym współczynniku przewodnictwa cieplnego (tzw. XEPS), na co spółka dostała już ok. 60 mln PLN dotacji.

Budowę spalarni śmieci spółka również uzależnia od przyznania dotacji z NFOŚiGW. Budowane spalarnie w Krakowie, Białymstoku, Bydgoszczy, Koninie i Poznaniu dostały wsparcie w wysokości nawet 50% kosztów brutto inwestycji (nie kalkulujemy dotacji w naszym modelu). Spalarnia oddana w 2018 roku zapewni rezerwę pary i ciepła dla miasta gdy 2 kotły węglowe będą pracować na pełnych mocach produkcyjnych przy docelowej wydajności fabryki SSBR. Gdyby więc do budowy nie doszło alternatywnie spółka musi postawić kolejny kocioł węglowy (CAPEX 150-200 mln PLN). Spalarnia wygeneruje wymierne oszczędności na kosztach zakupu węgla i utylizacji odpadów (łącznie kalkulujemy ok. 32 mln PLN oszczędności).

Spółce przyznano już dotację na fabrykę innowacyjnych polistyrenów XEPS (ok. 60 mln PLN). Łączny CAPEX brutto ma wynieść 210 mln PLN, a moce produkcyjne na poziomie 60 tys. ton zapewnią wg naszych założeń blisko 200 mln PLN sprzedaży i 50 mln PLN EBITDA (docelowo od 2020 roku).

Spółka planuje także rozbudowę instalacji PBR w Kralupach kosztem ok. 40 mln USD. Moce dotychczasowej fabryki PBR (80 tys. ton od 2011 roku) zwiększą się do 120 tys. ton. Docelowo (2019 rok) szacujemy, że wygeneruje to ok. 280 mln PLN sprzedaży i nawet 70 mln PLN EBITDA.

Potencjalne inwestycje (nie uwzględnione w wycenie)

W komunikacie po posiedzeniu RM w maju'14 pojawiły się dodatkowe inwestycje w Oświęcimiu na kwotę ponad 1 mld PLN do 2018 roku. Dotychczas tylko jedna z nich (fabryka XEPS) jest najbliższej realizacji, aczkolwiek niewykluczone są kolejne jak fabryka ŚOR (spółka przejęła zakład doświadczalny Organika z Sarzyny i Organika-Azot z Jaworzna), fabryka krzemionki HDS (produkt do opon zamiast typowej sady) czy drugiej fabryki SSBR (w związku z rozbudową PBR projekt najmniej realny). Łączny CAPEX tych inwestycji to ok. 870 mln PLN. Szacujemy, że w przypadku ich realizacji spółka byłaby w stanie utrzymać politykę dywidendową (w modelu zakładamy DY rzędu 6%), niemniej zadłużenie netto do EBITDA w 2018 roku sięgnęłoby granicznych poziomów 2,4x.

Zmiany planów inwestycyjnych

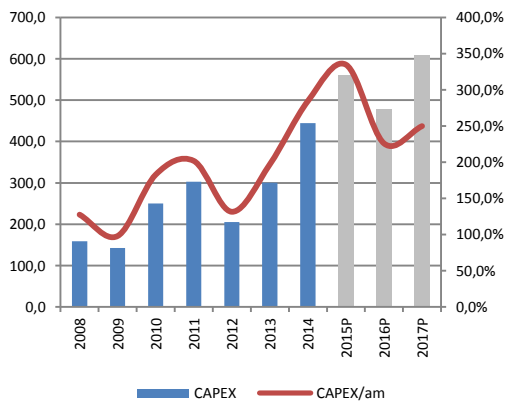
W ostatnim raporcie (czerwiec 2014 roku) kalkulowaliśmy 650 mln PLN CAPEX w 2015 roku, 515 mln PLN w 2016 roku i 590 mln PLN w 2017 roku. Obecnie prognozy te kształtują się odpowiednio na poziomie 570, 480 i 610 mln PLN. Na obniżenie CAPEX wpływ miała przede wszystkim rezygnacja z projektu PBR w Brazylii (uchylenia po stronie dostawcy surowców Braskem, znaczny wzrost CAPEX- USD/PLN 4,0). Spółka zrezygnowała też z planu konwersji EC Kralupy z gazu na węgiel z uwagi na znaczny spadek cen błękitnego paliwa.

Realizowane i planowane inwestycje [brutto mln PLN]

	moce tys. ton	okres	łącznie mln PLN	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
SSBR/Li-PBR	90	2013-2015	555	111	194	250			
Spalarnia śmieci*	120-150	2016-2018	400				80	140	180
Rozbudowa PBR Kralupy	40	2016-2017	160				80	80	
Fabryka polistyrenów XEPS	60	2016-2017	210				80	130	
EC Dwory- odsiarczanie/odazotowanie	50	2015-2016	35			25	10		
Energetyka-kocioł fluidalny w Dworach	100MWt	2013-2015	152	10	50	92			
Inne			227	33	54	50	30	30	30
Nakłady odtworzeniowe**			1 131	146	146	154	198	230	257
RAZEM (uwzględnione w wycenie)			2 870	300	444	571	478	610	467
SSBR 2 (Oświęcim)*	?	do 2017 roku	320						
Krzemionka HDS (Oświęcim)*	?	do 2017 roku	336						
fabryka ŚOR (Oświęcim)*	?	do 2018 roku	212						
RAZEN (nieuwzględnione w wycenie)			868						
RAZEM (uwzględnione+potencjalne)			3 738						

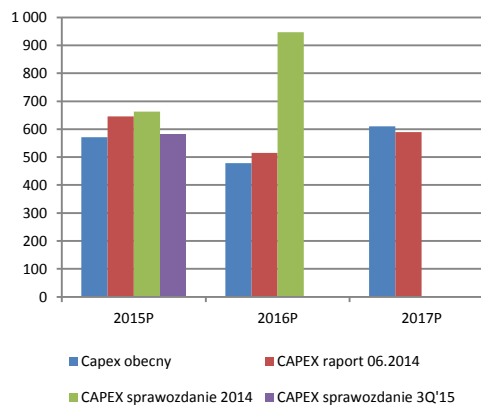
Źródło: BDM S.A., spółka. PAP. *- inwestycje wymienione w komunikacie po posiedzeniu RM w maju 2014.

CAPEX i CAPEX/amortyzacja 2008-2017P



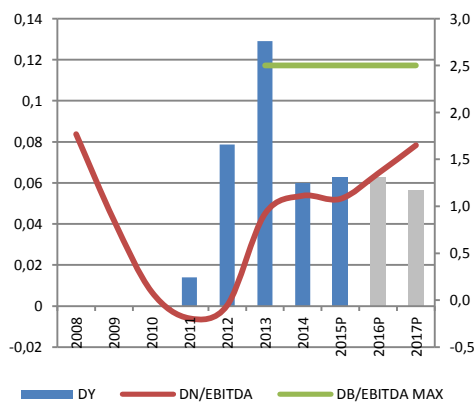
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS: CAPEX, PS: CAPEX/amortyzacja

Rewizje CAPEX [brutto mln PLN]



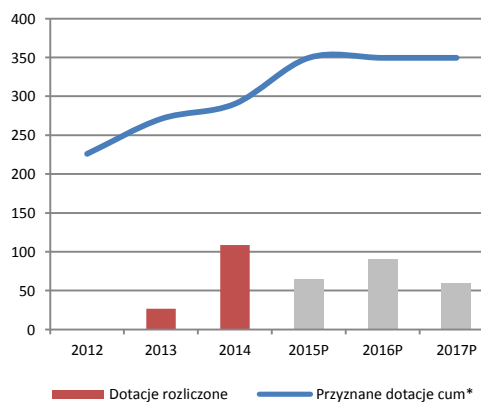
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne.

DY i DN/EBITDA 2008-2017P



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS: DY w okresie (kurs z momentu decyzji), PS: DN/EBITDA

Przyznane i rozliczone dotacje unijne [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. * cum-skumulowana wartość

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2015-2017

Na lata 2015-2017 nasze założenia EBITDA zostały obniżone o 12-25% głównie wskutek przeceny surowców/produktów petrochemicznych (ropa po 30-40 USD/bbl vs >100 USD/bbl w 2014 roku) i słabszej niż pierwotnie sądziliśmy koniunktury gospodarczej, co znalazło odzwierciedlenie m.in. w wolumenach sprzedaży. Dodatkowo od 4Q'14 spółka zmieniła prezentację segmentów (lateksy w dyspersjach), a w 3Q'15 doświadczyła zdarzenia jednorazowego (awaria krakera w czeskim Litvinovie należącego do PKN), które istotnie wpłynęło na realizowaną marżę (zdecydowany spadek wolumenu PBR w Kralupach, utrata marży upstream na produkcji butadienu) w 2015 roku i będzie miało analogiczny wpływ na wyniki 2016 roku. Instalacja SSBR została oddana w budżecie i w terminie (3Q'15) ale jej efekty pojawią się wolniej niż wcześniej szacowaliśmy. Obecnie oczekujemy znacznych efektów w 2017 roku (ok. 35 mln PLN EBITDA), a pełny potencjał fabryka pokaże w 2019 roku (ok. 170 mln PLN EBITDA), co jest podejściem konserwatywnym. Zamiast instalacji PBR w Brazylii planowanej na 2017 rok (90k ton) zakładamy rozbudowę fabryki w Kralupach (40 tys. ton) w 2018 roku. W rezultacie EBITDA segmentu kauczukowego w okresie 2015-2017 jest o ok. połowę niższa (275-400 mln PLN). Docelowo EBITDA segmentu po zakończonych inwestycjach sięga ponad 500 mln PLN.

Słabsze wyniki segmentu kauczukowego w części zostały zneutralizowane mocnym wynikiem sytyrenopochodnych w latach 2014-2015. Niemniej przez awarię krakera w czeskim Litvinovie wyniki były o ponad 50 mln PLN na poziomie EBITDA niższe od potencjału (w całym 2015 ok. 170 mln PLN EBITDA). Efekt ten na podobnym poziomie będzie widoczny także w 2016 roku. Potencjał segmentu to ponad 200 mln PLN EBITDA od 2017 roku, a po zakończeniu inwestycji w XEPS docelowo 260-270 mln PLN.

W segmencie dyspersji spółka od 4Q'14 ujmuje wynik lateksów, a od 1Q'15 kleje z przejętej w 2014 roku fabryki Oristano. Segment w 2015 roku zrobił ok. 33 mln PLN EBITDA, a w kolejnych latach konserwatywnie zakładamy wynik w okolicach 20-36 mln PLN.

Segment energetyka korzysta z niskich gazów w Kralupach. Ok. 10 EUR/MWh spadku cen to nawet 80 mln PLN oszczędności w skali roku. W Dworach niskie ceny węgla (-8% w 2015 roku, -6% w 2016) to oszczędności przynajmniej 10 mln PLN rocznie. Ceny surowców nie powinny stanowić problemu w najbliższych latach dlatego zakładamy ponad 120 mln PLN EBITDA segmentu (ok. 102 mln PLN w 2015 roku) z perspektywą 140-150 mln PLN po uruchomieniu spalarni odpadów od 2019 roku.

Nowym segmentem w naszym modelu jest Agro (wykazywany od 1Q'15) generujący ok 12 mln PLN EBITDA (w 2015 roku). Segment powstał po przejęciu spółek: Organika z Sarzyny i Organika-Azot z Jaworzna. Spółka chce dalej rozwijać ten segment budując m.in. fabrykę ŚOR, czego nie zakładamy w naszym modelu.

Zmiana założeń z poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	2015P			2016P			2017P		
	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	5 787,2	4 058,0	-29,9%	6 312,4	4 236,3	-32,9%	6 731,6	5 192,5	-22,9%
EBITDA	703,7	617,0	-12,3%	886,4	667,8	-24,7%	1 011,1	765,1	-24,3%
EBIT	521,3	450,0	-13,7%	691,4	456,1	-34,0%	781,6	521,1	-33,3%
Zysk brutto	501,5	459,9	-8,3%	661,9	332,3	-49,8%	747,4	441,1	-41,0%
Zysk netto	446,4	426,0	-4,6%	589,1	299,1	-49,2%	665,1	397,0	-40,3%
Marża EBITDA	12,2%	15,2%		14,0%	15,8%		15,0%	14,7%	
Marża EBIT	9,0%	11,1%		11,0%	10,8%		11,6%	10,0%	
Marża netto	7,7%	10,5%		9,3%	7,1%		9,9%	7,6%	
Wolumen ESBR [tys. ton]	291,0	268,9	-7,6%	291,0	275,1	-5,5%	291,0	280,3	-3,7%
Wolumen PBR [tys. ton]	76,0	53,5	-29,6%	76,0	56,0	-26,3%	100,0	76,0	-24,0%
Wolumen SSBR [tys. ton]	0,0	0,0		45,0	10,0	-77,8%	90,0	45,0	-50,0%
Wolumen styrenopochodne [tys. ton]	312,0	301,4	-3,4%	346,0	316,5	-8,5%	346,0	323,5	-6,5%
Wolumen dyspersji i kleje [tys. ton]	46,0	71,2	54,8%	46,0	71,2	54,8%	46,0	71,2	54,8%
ESBR kontrakt EUR/t	2 016,0	1 477,7	-26,7%	2 093,0	1 447,6	-30,8%	2 079,0	1 579,0	-24,0%
ESBR spot EUR/t	1 704,0	1 250,7	-26,6%	1 852,0	1 209,1	-34,7%	1 852,0	1 318,9	-28,8%
PBR kontrakt EUR/t	2 091,0	1 414,0	-32,4%	2 243,0	1 410,6	-37,1%	2 247,0	1 546,7	-31,2%
PBR spot EUR/t	1 847,0	1 375,7	-25,5%	2 037,0	1 330,0	-34,7%	2 037,0	1 450,7	-28,8%
Butadien Western Europe USD/t	1 800,0	728,4	-59,5%	2 000,0	725,0	-63,8%	2 000,0	900,0	-55,0%
Nafta spot CIF USD/t	925,0	462,9	-50,0%	883,0	349,8	-60,4%	848,0	409,6	-51,7%
Styren Western Europe USD/t	1 915,0	1 280,9	-33,1%	1 827,0	1 230,4	-32,7%	1 754,0	1 439,5	-17,9%
Etylen spot CIF USD/t	1 224,0	1 023,2	-16,4%	1 169,0	914,6	-21,8%	1 123,0	1 070,8	-4,6%
Benzen spot FOB USD/t	1 397,0	704,0	-49,6%	1 334,0	612,0	-54,1%	1 281,0	716,5	-44,1%

Źródło: BDM S.A. *- rekomendacja Akumuluj 5,0 PLN/akcję z dnia 26.06.2014

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2016-2025

Główne założenia

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Wolumeny tys. ton												
Kauczuki												
ESBR (olejowane i suche)	269	269	275	280	280	280	280	280	280	280	280	280
PBR	51	54	56	76	96	114	114	114	114	114	114	114
SSBR			10	45	63	86	86	86	86	86	86	86
Monomery- Rafinat 1	159	95	68	159	159	159	159	159	159	159	159	159
Polistyreny												
GPPS/HIPS	131	118	124	124	124	124	124	124	124	124	124	124
EPS	166	183	193	200	200	200	200	200	200	200	200	200
XEPS					15	30	57	57	57	57	57	57
Dyspersje i kleje	56	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71
Ceny benchmarkowych produktów EUR/t												
Kauczuki												
ESBR formula, kontrakt (olejowane i suche)	1 753	1 478	1 448	1 579	1 707	1 740	1 757	1 761	1 764	1 768	1 771	1 775
zmiana r/r	-6,1%	-15,7%	-2,0%	9,1%	8,1%	1,9%	1,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
ESBR Francja IRGS	1 952	1 813	1 858	2 027	2 191	2 233	2 256	2 260	2 265	2 269	2 274	2 278
ESBR spot (USA, Chiny)	1 490	1 251	1 209	1 319	1 426	1 453	1 468	1 471	1 473	1 476	1 479	1 482
zmiana r/r	-15,4%	-16,0%	-3,3%	9,1%	8,1%	1,9%	1,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
PBR formula, kontrakt	1 704	1 414	1 411	1 547	1 707	1 735	1 739	1 743	1 747	1 751	1 755	1 759
zmiana r/r	-8,2%	-17,0%	-0,2%	9,6%	10,3%	1,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
PBR spot (USA, Chiny)	1 639	1 376	1 330	1 451	1 568	1 598	1 615	1 618	1 621	1 624	1 627	1 630
zmiana r/r	-15,4%	-16,0%	-3,3%	9,1%	8,1%	1,9%	1,0%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
MTBE spot FOB ARA (rafinat 1)	806	665	452	513	548	567	587	587	587	587	587	587
NR TSR20 (naturalny Singapur)	1 287	1 035	1 217	1 567	1 737	1 705	1 674	1 674	1 674	1 674	1 674	1 674
Polistyreny												
GPPS	1 343	1 106	1 027	1 166	1 245	1 287	1 332	1 331	1 330	1 329	1 329	1 328
HIPS	1 385	1 163	1 087	1 234	1 317	1 362	1 409	1 408	1 408	1 407	1 406	1 405
Ceny benchmarkowych surowców USD/t												
Ropa Brent USD/bbl	100	54	38	44	48	51	52	52	52	52	52	52
zmiana r/r	-8,5%	-46,1%	-29,7%	17,1%	8,8%	5,4%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Butadien (Europa Zachodnia)	1 262	728	725	900	1 100	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150
zmiana r/r	-13,9%	-42,3%	-0,5%	24,1%	22,2%	4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Butadien spot FOB (Korea)	1 313	904	800	950	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150	1 150
zmiana r/r	-11,0%	-31,1%	-11,5%	18,8%	21,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Styren (Europa Zachodnia)	1 849	1 281	1 230	1 439	1 566	1 649	1 707	1 706	1 705	1 704	1 703	1 702
Styren spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 526	1 039	973	973	973	973	973	973	973	973	973	973
Nafta spot CIF (Europa)	842	463	350	410	446	470	486	486	486	486	486	486
Benzen FOB NWE (Europa)	1 324	704	612	716	780	822	851	851	851	851	851	851
Etylen spot CIF NWE (Europa)	1 220	1 023	915	1 071	1 166	1 228	1 272	1 272	1 272	1 272	1 272	1 272
Etylen spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 307	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257	1 257
Kursy walut												
EUR/PLN	4,19	4,18	4,44	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54	4,54
USD/PLN	3,16	3,77	3,97	3,94	3,87	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80
EUR/USD	1,33	1,11	1,12	1,15	1,17	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Teoretyczne marże												
Butadien-nafta EUR/t	157,7	135,0	257,7	337,0	462,7	470,8	453,4	453,4	453,4	453,4	453,4	453,4
Butadien/nafta Ratio	1,5	1,6	2,1	2,2	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Butadien Korea- Butadien Europa EUR/t	35,6	158,5	67,2	43,4	42,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ESBR-butadien kontrakt EUR/t	1 001,7	1 156,5	1 209,0	1 245,5	1 253,6	1 270,9	1 293,6	1 298,0	1 302,4	1 306,8	1 311,3	1 315,8
ESBR/Butadien Ratio	2,1	2,8	2,9	2,6	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
NR/SR Ratio	0,8	0,7	0,9	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Styren-benzen,etylen EUR/t	170,2	229,9	255,9	146,2	82,8	41,7	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4

Źródło: BDM S.A.

Roczne wyniki finansowe w podziale na segmenty [mln PLN]

	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	4 618,8	4 058,0	4 236,3	5 192,5	5 928,2	6 449,9	6 662,3	6 675,4	6 688,6	6 701,9	6 715,5	6 729,2
Kauczuki i lateksy	2 309,2	1 871,3	2 097,0	2 750,8	3 280,1	3 655,9	3 682,7	3 690,3	3 697,9	3 705,5	3 713,1	3 720,8
Styrenopochodne	1 905,1	1 691,3	1 624,3	1 918,7	2 098,7	2 221,4	2 394,6	2 393,2	2 391,8	2 390,4	2 389,0	2 387,6
Dyspersje	169,5	198,9	197,7	199,3	224,8	247,7	253,7	253,9	254,2	254,5	254,7	255,0
Energetyka	196,2	229,0	244,8	249,9	249,1	247,9	252,8	257,9	263,0	268,3	273,7	279,1
Agro		71,1	72,5	74,0	75,5	77,0	78,5	80,1	81,7	83,3	85,0	86,7
Pozostałe/eliminacje	12,5	12,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	635,8	617,0	667,8	765,1	842,2	970,8	966,0	967,3	972,8	978,3	983,9	989,5
Kauczuki i lateksy	345,8	275,5	386,2	402,4	479,1	557,6	513,6	517,1	520,6	524,0	527,4	530,7
Styrenopochodne	159,2	170,4	103,8	205,7	201,8	223,8	271,2	268,9	266,5	264,1	261,7	259,2
Dyspersje	10,3	33,8	43,4	20,4	26,8	36,7	36,7	36,8	36,8	36,8	36,9	36,9
Energetyka	71,5	102,0	127,0	129,0	126,9	144,9	136,4	136,3	140,6	144,9	149,3	153,8
Agro		11,8	12,8	13,1	13,4	13,6	13,9	14,2	14,5	14,8	15,0	15,3
Pozostałe/eliminacje	48,9	22,4	-5,4	-5,5	-5,7	-5,8	-5,9	-6,0	-6,1	-6,3	-6,4	-6,5
EBIT	479,5	450,0	456,1	521,1	571,5	684,5	673,3	669,9	672,8	677,6	684,1	691,8
Kauczuki i lateksy	303,5	229,1	331,3	318,4	371,5	437,7	390,7	392,9	397,2	403,4	411,3	420,4
Styrenopochodne	109,9	122,0	43,8	144,5	139,3	160,1	206,3	202,6	198,9	195,2	191,3	187,5
Dyspersje	3,7	24,6	31,5	8,3	14,4	24,1	23,9	23,7	23,4	23,2	22,9	22,7
Energetyka	42,0	67,7	82,8	83,9	80,9	98,1	88,5	87,5	90,8	94,1	97,5	101,0
Agro		7,9	8,0	8,2	8,3	8,5	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6
Pozostałe/eliminacje	20,5	-2,5	-41,3	-42,2	-43,0	-43,9	-44,8	-45,7	-46,6	-47,5	-48,5	-49,4
Zysk brutto	427,0	459,9	332,3	441,1	512,6	623,4	612,6	618,8	620,1	628,5	639,1	651,3
Zysk netto	356,9	426,0	299,1	397,0	461,3	561,0	551,3	556,9	558,1	565,7	575,2	586,1
Marża EBITDA	13,8%	15,2%	15,8%	14,7%	14,2%	15,1%	14,5%	14,5%	14,5%	14,6%	14,7%	14,7%
Kauczuki i lateksy	15,0%	14,7%	18,4%	14,6%	14,6%	15,3%	13,9%	14,0%	14,1%	14,1%	14,2%	14,3%
Styrenopochodne	8,4%	10,1%	6,4%	10,7%	9,6%	10,1%	11,3%	11,2%	11,1%	11,0%	11,0%	10,9%
Dyspersje	6,1%	17,0%	22,0%	10,2%	11,9%	14,8%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%	14,5%
Energetyka	36,5%	44,5%	51,9%	51,6%	50,9%	58,5%	53,9%	52,9%	53,4%	54,0%	54,6%	55,1%
Agro		16,5%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
Marża EBIT	10,4%	11,1%	10,8%	10,0%	9,6%	10,6%	10,1%	10,0%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%
Kauczuki i lateksy	13,1%	12,2%	15,8%	11,6%	11,3%	12,0%	10,6%	10,6%	10,7%	10,9%	11,1%	11,3%
Styrenopochodne	5,8%	7,2%	2,7%	7,5%	6,6%	7,2%	8,6%	8,5%	8,3%	8,2%	8,0%	7,9%
Dyspersje	2,2%	12,4%	16,0%	4,2%	6,4%	9,7%	9,4%	9,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%
Energetyka	21,4%	29,5%	33,8%	33,6%	32,5%	39,6%	35,0%	33,9%	34,5%	35,1%	35,6%	36,2%
Agro		11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Marża netto	7,7%	10,5%	7,1%	7,6%	7,8%	8,7%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,6%	8,7%
Zmiana r/r												
Przychody	-13,8%	-12,1%	4,4%	22,6%	14,2%	8,8%	3,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Kauczuki i lateksy	-22,4%	-19,0%	12,1%	31,2%	19,2%	11,5%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Styrenopochodne	-2,9%	-11,2%	-4,0%	18,1%	9,4%	5,8%	7,8%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Dyspersje	57,5%	17,4%	-0,6%	0,8%	12,8%	10,2%	2,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Energetyka	-26,5%	16,7%	6,9%	2,1%	-0,3%	-0,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Agro			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	5,0%	-2,9%	8,2%	14,6%	10,1%	15,3%	-0,5%	0,1%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Kauczuki i lateksy	11,0%	-20,3%	40,2%	4,2%	19,1%	16,4%	-7,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Styrenopochodne	-0,6%	7,1%	-39,1%	98,2%	-1,9%	10,9%	21,2%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%	-0,9%
Dyspersje	35,8%	228,0%	28,6%	-53,0%	31,2%	36,9%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Energetyka	-4,8%	42,5%	24,5%	1,6%	-1,6%	14,2%	-5,9%	0,0%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%
Agro			9,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	5,9%	-6,2%	1,4%	14,2%	9,7%	19,8%	-1,6%	-0,5%	0,4%	0,7%	1,0%	1,1%
Kauczuki i lateksy	8,2%	-24,5%	44,6%	-3,9%	16,7%	17,8%	-10,7%	0,6%	1,1%	1,6%	2,0%	2,2%
Styrenopochodne	16,9%	11,0%	-64,1%	230,0%	-3,6%	14,9%	28,9%	-1,8%	-1,8%	-1,9%	-2,0%	-2,0%
Dyspersje	85,9%	568,3%	28,3%	-73,7%	73,8%	66,8%	-0,7%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-1,1%	-1,1%
Energetyka	-19,4%	61,2%	22,4%	1,3%	-3,6%	21,2%	-9,7%	-1,1%	3,7%	3,7%	3,6%	3,6%
Argo			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto	-8,6%	7,7%	-27,7%	32,7%	16,2%	21,6%	-1,7%	1,0%	0,2%	1,4%	1,7%	1,9%
Zysk netto	-14,4%	19,4%	-29,8%	32,7%	16,2%	21,6%	-1,7%	1,0%	0,2%	1,4%	1,7%	1,9%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	2 365,5	2 633,0	2 899,6	3 265,2	3 462,1	3 536,3	3 602,7	3 651,7	3 685,5	3 705,8	3 714,2	3 715,2
Wartości niematerialne i prawne	227,5	226,3	230,0	237,2	246,8	257,9	269,2	279,9	290,0	299,7	308,8	317,5
Rzeczowe aktywa trwałe	1 966,4	2 355,7	2 618,6	2 977,0	3 164,3	3 227,4	3 282,5	3 320,8	3 344,5	3 355,1	3 354,4	3 346,7
Aktywa obrotowe	2 276,2	2 396,0	2 296,7	2 262,9	2 321,7	2 519,0	2 587,5	2 239,4	2 220,2	2 221,1	2 237,5	2 264,5
Zapasy	495,8	394,5	411,9	504,8	576,3	627,1	647,7	649,0	650,3	651,6	652,9	654,2
Należności krótkoterminowe	996,9	915,5	953,6	1 158,1	1 315,5	1 427,1	1 472,5	1 475,3	1 478,1	1 481,0	1 483,9	1 486,8
Inwestycje krótkoterminowe	783,6	1 086,1	931,3	599,9	429,9	464,8	467,3	115,1	91,8	88,6	100,7	123,5
-środki pieniężne i ekwiwalenty	783,6	1 086,1	931,3	599,9	429,9	464,8	467,3	115,1	91,8	88,6	100,7	123,5
Aktywa razem	4 641,7	5 029,1	5 196,4	5 528,1	5 783,8	6 055,3	6 190,2	5 891,1	5 905,7	5 926,9	5 951,6	5 979,7
Kapitał (fundusz) własny	2 222,4	2 317,6	2 285,9	2 383,8	2 527,5	2 719,5	2 822,0	2 937,9	3 050,4	3 169,6	3 292,3	3 418,3
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	0,0	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	2 117,8	2 213,0	2 181,3	2 279,2	2 422,9	2 614,9	2 717,4	2 833,2	2 945,8	3 065,0	3 187,6	3 313,6
Zysk (strata) netto okresu	356,9	426,0	299,1	397,0	461,3	561,0	551,3	556,9	558,1	565,7	575,2	586,1
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 405,7	2 697,6	2 896,6	3 130,4	3 242,5	3 322,0	3 354,4	2 939,5	2 841,5	2 743,5	2 645,6	2 547,7
Rezerwy na zobowiązania	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8	38,8
Zobowiązania długoterminowe	1 544,1	1 805,0	1 886,9	1 915,7	1 915,7	1 915,7	1 915,7	1 498,8	1 398,8	1 298,8	1 198,8	1 098,8
-oprocentowane	27,2	27,2	27,2	27,2	27,2	27,2	27,2	1 427,2	1 327,2	1 227,2	1 127,2	1 027,2
Zobowiązania krótkoterminowe	673,4	639,3	666,5	812,2	924,3	1 003,8	1 036,1	1 038,1	1 040,1	1 042,2	1 044,2	1 046,3
-oprocentowane	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Pasywa razem	4 641,7	5 029,1	5 196,4	5 528,1	5 783,8	6 055,3	6 190,2	5 891,1	5 905,7	5 926,9	5 951,6	5 979,7

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	4 618,8	4 058,0	4 236,3	5 192,5	5 928,2	6 449,9	6 662,3	6 675,4	6 688,6	6 701,9	6 715,5	6 729,2
Koszty produktów, tow. i materiałów	3 853,5	3 300,4	3 453,7	4 310,4	4 968,4	5 356,5	5 568,5	5 576,3	5 582,1	5 586,1	5 588,5	5 589,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	765,3	757,6	782,6	882,1	959,8	1 093,4	1 093,9	1 099,1	1 106,5	1 115,9	1 127,0	1 139,4
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	301,1	307,0	316,4	349,9	376,6	396,7	407,2	411,6	416,1	420,7	425,3	430,1
Zysk (strata) na sprzedaży	464,2	450,6	466,3	532,2	583,2	696,7	686,6	687,5	690,4	695,2	701,7	709,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	15,3	-0,6	-10,1	-11,2	-11,7	-12,3	-13,4	-17,6	-17,6	-17,6	-17,6	-17,6
EBITDA	635,8	617,2	667,8	765,1	842,2	970,8	966,0	967,3	972,8	978,3	983,9	989,5
EBIT	479,5	450,0	456,1	521,1	571,5	684,5	673,3	669,9	672,8	677,6	684,1	691,8
Saldo działalności finansowej	-52,5	9,9	-123,8	-79,9	-58,9	-61,1	-60,7	-51,1	-52,7	-49,1	-45,0	-40,5
Zysk (strata) brutto	427,0	459,9	332,3	441,1	512,6	623,4	612,6	618,8	620,1	628,5	639,1	651,3
Zysk (strata) netto	356,9	426,0	299,1	397,0	461,3	561,0	551,3	556,9	558,1	565,7	575,2	586,1

CF [mln PLN]	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	611,9	838,0	606,3	569,1	674,2	825,6	871,0	903,3	908,7	913,4	917,9	922,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-297,6	-347,2	-359,2	-528,7	-453,9	-349,0	-347,1	-339,7	-332,6	-320,3	-307,4	-297,4
Przepływy z działalności finansowej	12,7	-188,3	-401,8	-371,8	-390,3	-441,7	-521,5	-915,8	-599,4	-596,3	-598,4	-602,0
Przepływy pieniężne netto	327,0	302,5	-154,8	-331,4	-170,0	35,0	2,4	-352,1	-23,3	-3,2	12,1	22,8
Środki pieniężne na początek okresu	447,0	783,6	1 086,1	931,3	599,9	429,9	464,8	467,3	115,1	91,8	88,6	100,7
Środki pieniężne na koniec okresu	783,6	1 086,1	931,3	599,9	429,9	464,8	467,3	115,1	91,8	88,6	100,7	123,5

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-12%	4%	23%	14%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-3%	8%	15%	10%	15%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	-6%	1%	14%	10%	20%	-2%	-1%	0%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	19%	-30%	33%	16%	22%	-2%	1%	0%	1%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	19%	18%	17%	16%	17%	16%	16%	17%	17%	17%	17%
Marża EBITDA	15%	16%	15%	14%	15%	14%	14%	15%	15%	15%	15%
Marża EBIT	11%	11%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża brutto	11%	8%	8%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
Marża netto	10%	7%	8%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	9%	9%
COGS / przychody	81%	82%	83%	84%	83%	84%	84%	83%	83%	83%	83%
SG&A / przychody	8%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
SG&A / COGS	9%	9%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%
ROE	18%	13%	17%	18%	21%	19%	19%	18%	18%	17%	17%
ROA	10%	8%	8%	6%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	10%
Dług	1 752,0	1 833,8	1 862,6	1 862,6	1 862,6	1 862,6	1 445,8	1 345,8	1 245,8	1 145,8	1 045,8
D / (D+E)	35%	35%	34%	32%	31%	30%	25%	23%	21%	19%	17%
D / E	53%	55%	51%	48%	44%	43%	33%	30%	27%	24%	21%
Odsetki / EBIT	2%	-27%	-15%	-10%	-9%	-9%	-8%	-8%	-7%	-7%	-6%
Dług / kapitał własny	75%	80%	78%	73%	68%	66%	49%	44%	39%	35%	30%
Dług netto	665,9	902,5	1 262,7	1 432,8	1 397,8	1 395,4	1 330,6	1 253,9	1 157,2	1 045,1	922,3
Dług netto / kapitał własny	29%	39%	53%	57%	51%	49%	45%	41%	37%	32%	27%
Dług netto / EBITDA	1,1	1,4	1,7	1,7	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	0,9
Dług netto / EBIT	1,5	2,0	2,4	2,5	2,0	2,1	2,0	1,9	1,7	1,5	1,3
EV	5 958,9	6 195,5	6 555,7	6 725,8	6 690,8	6 688,4	6 623,6	6 546,9	6 450,2	6 338,1	6 215,3
Dług / EV	29%	30%	28%	28%	28%	28%	22%	21%	19%	18%	17%
CAPEX / Przychody	14%	11%	12%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%
CAPEX / Amortyzacja	335%	226%	250%	173%	126%	123%	116%	111%	107%	103%	100%
Amortyzacja / Przychody	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Zmiana KO / Przychody	-4%	1%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
Wskaźniki rynkowe	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
P/E*	12,4	17,7	13,3	11,5	9,4	9,6	9,5	9,5	9,4	9,2	9,0
P/BV*	2,3	2,3	2,2	2,1	1,9	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5
P/CE*	8,9	10,4	8,3	7,2	6,2	6,3	6,2	6,2	6,1	6,0	6,0
EV/EBITDA*	9,7	9,3	8,6	8,0	6,9	6,9	6,8	6,7	6,6	6,4	6,3
EV/EBIT*	13,2	13,6	12,6	11,8	9,8	9,9	9,9	9,7	9,5	9,3	9,0
EV/S*	1,5	1,5	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
BVPS	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6
EPS	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
CEPS	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
FCFPS	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,0	0,0
DPS w okresie	0,25	0,25	0,23	0,24	0,28	0,34	0,33	0,34	0,34	0,34	0,35
Payout ratio	77,7%	100,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
DY**	6,3%	6,3%	5,7%	6,0%	7,0%	8,5%	8,3%	8,4%	8,4%	8,5%	8,7%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 4,0 PLN.**- cena w momencie rekomendacji zarządu

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciek Bobrowski
 Dyrektor Wydziału
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-412
 e-mail: bobrowski@bdm.pl
[strategia, media/rozrywka, banki i finanse,](#)
[handel stała](#)

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

Krystian Brymora
 tel. (032) 20-81-435
 e-mail: brymora@bdm.pl
[chemia, przemysł drzewny/papierniczy](#)

Adrian Górniak
 tel. (032) 20-81-438
 e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel](#)

Marek Jurzec
 Makler Papierów Wartościowych
 tel. (032) 20-81-435
 e-mail: jurzec@bdm.pl
[IT](#)

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	4,6	Akumuluj	4,75*	03.03.2016	4,0	45 747,3
Akumuluj	4,75*	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

*- po korektach o wypłacone dywidendy

Struktura publicznych rekomendacji BDM w 1Q'16:

Kupuj	5	36%
Akumuluj	5	36%
Trzymaj	3	21%
Redukuj	1	7%
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

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).

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.

Nota prawna:

Niniejszy raport został opracowany na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r., nr 206, poz. 1715, dalej: Rozporządzenie).

Raport skierowany jest do wszystkich klientów, z którymi Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) zawarł Umowę o świadczenie usług maklerskich na podstawie Regulaminu świadczenia usług maklerskich przez Dom Maklerski BDM S.A. lub Umowę o świadczenie usług maklerskich dla klientów, których rachunek papierów wartościowych prowadzony jest przez bank depozytariusz. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. 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.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakiegokolwiek strategii inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 03.03.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 07.03.2016 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed dniem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

W opinii BDM, 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 wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów 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 rekomendację 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 nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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 nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakiegokolwiek 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.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM 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 dla pracowników Wydziału Analiz zgodnie z wymogami §13.1 Rozporządzenia.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 03.03.2016 roku:

- BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji emitenta instrumentów finansowych w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent instrumentów finansowych nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego BDM i podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca rekomendację nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta. Osoba przygotowująca rekomendację i osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy, nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pozostają stroną umowy z emitentem instrumentów finansowych dotyczącej sporządzenia rekomendacji.
- BDM nie wykonuje i nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji BDM i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- BDM i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku i animatora emitenta instrumentów finansowych.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie rekomendacji nie obowiązywała umowa między BDM lub podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- BDM pełni funkcję sponsora emisji dla spółki.
- BDM otrzymuje wynagrodzenia od emitenta instrumentów finansowych z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą 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 dotyczące instrumentów finansowych ich emitentów lub wystawców (Dz. U. 2005.206.1715.), które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog Rozdziału 3 Rozporządzenia na temat ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.