



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHOS

RAPORT ANALITYCZNY

Zarząd w RB z 07.03.2016 zarekomendował pozostawienie całego zysku za 2015 rok w spółce, co oznacza złamanie polityki dywidendowej przyjętej w marcu 2013 roku. Zakładała ona wypłacanie do 100% zysku netto przy wskaźniku dług netto/EBITDA 1,0-2,5x. Na koniec 2015 roku wskaźnik ten wynosił 1,11x. W naszych prognozach kalkulowaliśmy dywidendę zgodnie z konsensem na poziomie 0,25 PLN/akcję licząc na pozytywne zaskoczenie (EPS'15 0,32 PLN/akcję). W rezultacie braku dywidendy premia z jaką handlowane były walory Synthos przestała mieć uzasadnienie. Decydujemy się uwzględnić wagę 50% wyceny porównawczej w wycenie końcowej obniżając tym samym rekomendację z akumuluj do TRZYMAJ z ceną docelową 3,9 PLN/akcję.

Wyniki 2015 roku okazały się zbieżne z wcześniejszymi szacunkami (RB z 02.02.2016). W sprawozdaniu zarządu spółka poinformowała, że planowany CAPEX na 2016 rok to ok. 500 mln PLN, co również jest zgodne z naszymi założeniami (ok. 490 mln PLN). Zarząd wskazał na 3 główne projekty jak: rozbudowa PBR w Kralupach, spalarnia śmieci (oba projekty uwzględnione w wycenie) oraz instalację do produkcji MCPA i kwasu 4.2D. Fabryki ŚOR nie uwzględnialiśmy w naszym modelu z uwagi na brak szczegółów. Wskazywaliśmy ją jako inwestycję potencjalną, nie mającą wpływu na zakładaną politykę dywidendową. Pierwszy raz projekt fabryki ŚOR pojawił się w 2014 roku, a jego szacunkowy CAPEX to ok. 212 mln PLN.

Na wyniki 2015 roku negatywnie wpłynęła awaria krakera w czeskim Litvinovie (PKN), co odcięło fabrykę od dostaw podstawowych surowców (C4, etylen, benzen) i znacznie obniżyło rentowność segmentu kauczukowego 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).

Od końcówki 2015 roku obserwujemy odbudowę cen butadienu w Azji mimo niskich cen ropy naftowej. Na początku marca'16 butadien w Azji kosztował już 1000 USD/t wobec dołków 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.

W długim terminie doceniamy, że w ostatnich 3 latach, przy historycznie niskich relacjach produkt/surowiec i zdarzeniach nadzwyczajnych jak awaria krakera w Litvinovie (sierpień 2015 roku), EBITDA grupy utrzymała się powyżej 600 mln PLN, a spółka zwiększyła moce produkcyjne (SSBR) i wypłaciła 1,32 PLN dywidendy/akcję. Przy oczekiwanym odbiciu na rynku, zakładanych 500-600 mln PLN CAPEX rocznie i efektach tychże inwestycji na poziomie ok. 300 mln PLN EBITDA (2018/2019) pojawia się dużo miejsca na dywidendę. Liczymy, że spółka wróci do polityki dywidendowej w 2017 roku.

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody [mln PLN]	5 359,3	4 618,8	4 058,0	4 241,5	5 197,8	5 933,6
EBITDA [mln PLN]	605,3	635,8	617,0	665,5	762,7	839,8
EBIT [mln PLN]	453,0	479,5	450,0	438,7	506,8	560,9
Wynik netto [mln PLN]	416,9	356,9	425,9	287,0	392,4	459,8
P/BV	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8	1,7
P/E	11,9	13,9	11,7	17,3	12,7	10,8
EV/EBITDA	9,1	9,0	9,2	8,4	7,8	7,3
EV/EBIT	12,2	11,9	12,6	12,7	11,7	10,9
DY w okresie	12,9%	6,0%	6,6%	0,0%	5,8%	6,3%

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 3,9 PLN

8 MARZEC 2016

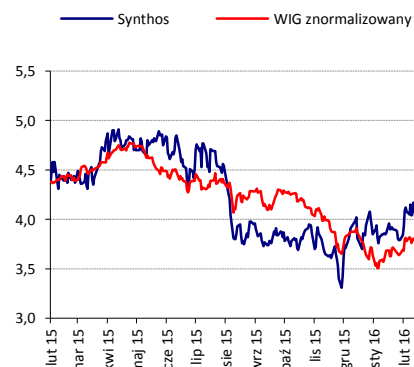
Wycena DCF [PLN]	4,6
Wycena porównawcza [PLN]	3,3
Wycena końcowa [PLN]	3,9
Potencjał do wzrostu / spadku	4,2%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	3,76
Kapitalizacja [mln PLN]	4 975
Ilość akcji [mln. szt.]	1 323
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	4,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,3
Stopa zwrotu za 3 mc	3,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-1,6%
Stopa zwrotu za 9 mc	-22,5%
Struktura akcjonariatu:	
Sołowow Michał z FTF Galleon SA i Barccapital Investment Ltd.	62,5%
Pozostali	37,5%

Krzysztof Brymora

brymora@bdm.com.pl

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

Dom Maklerski BDM S.A.



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
ZŁAMANIE POLITYKI DYWIDENDOWEJ.....	3
WYNIKI 2015 ZGODNE Z WCZEŚNIEJSZYMI SZACUNKAMI.....	4
SZACUNKI CAPEX W SPRAWOZDANIU	5
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	6
WYCENA DCF	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	11

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 3,3 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej (poprzednio 0%) z uwagi na złamanie polityki dywidendowej i brak uzasadnienia dla premii z jaką handlowane są akcje Synthos. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 3,9 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	4,6
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	3,3
Wycena spółki [PLN]		3,9

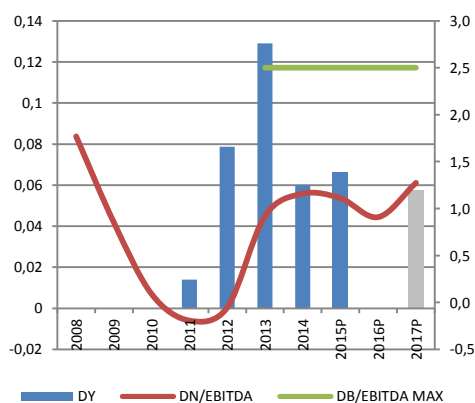
Źródło: BDM S.A.

Złamanie polityki dywidendowej

Zarząd w RB z 07.03.2016 zarekomendował pozostawienie całego zysku za 2015 rok w spółce.

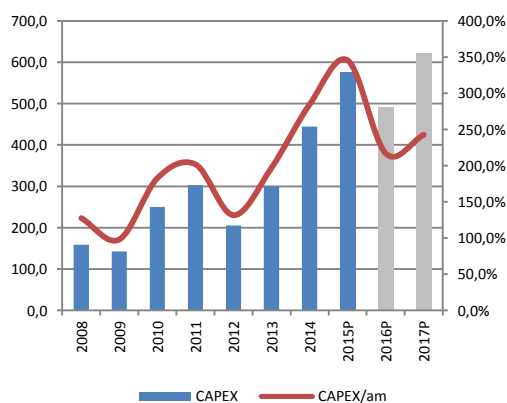
Spółka w 2013 roku przyjęła politykę dywidendową zakładającą wypłatę do 100% zysku netto przy wskaźniku dług netto/EBITDA 1,0-2,5x. Na koniec 2015 wskaźnik ten wyniósł 1,11x przy EBITDA grupy w dołku cyklu koniunkturalnego podstawowego segmentu kauczuków. Kalkulowaliśmy zgodnie z konsensem 0,25 PLN/akcję dywidendy (tyle ile przed rokiem) „po cichu” licząc na więcej (EPS'15 0,32 PLN/akcję). Do tej pory spółka była uważana za dywidendową, handlowana z premią w stosunku do zagranicznych konkurentów. Przy złamaniu polityki dywidendowej premia ta nie znajduje uzasadnienia. Decyzja do dywidendy należy do WZA.

Polityka dywidendowa (DY i DN/EBITDA)



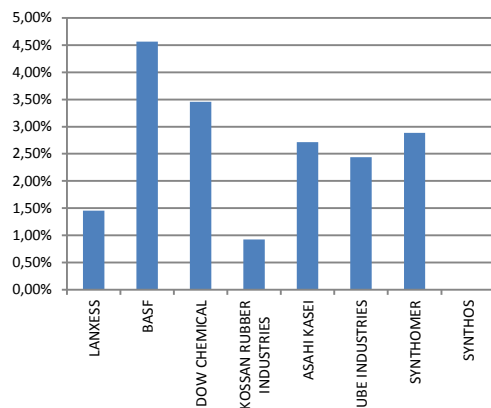
Źródło: BDM S.A., spółka. LS: DY, PS: DN/EBITDA

CAPEX [mln PLN] i CAPEX/amortyzacja



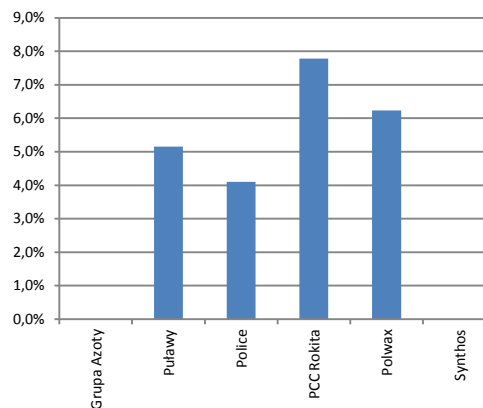
Źródło: BDM S.A., spółka. LS: CAPEX, PS: CAPEX/Am

DY'16 spółek zagranicznych



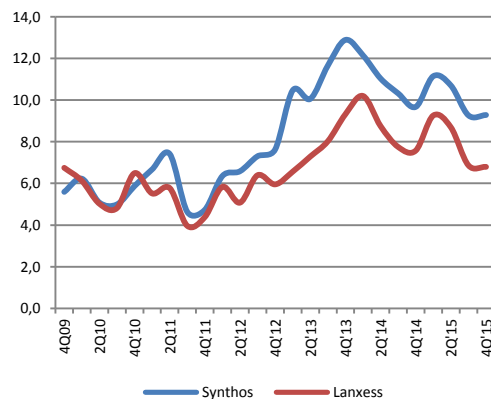
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółki

DY'16 spółek polskich



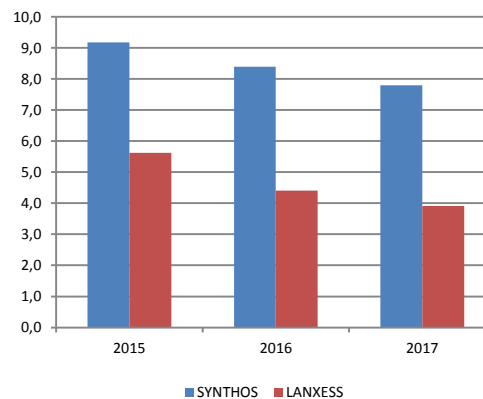
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, spółki

Historyczne EV/EBITDA Synthos i Lanxess



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Prognozowane EV/EBITDA Synthos i Lanxess



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

Wyniki 2015 zgodne z wcześniejszymi szacunkami

Ostateczne wyniki za 2015 rok okazały się zgodne z wcześniejszymi szacunkami (RB z 02.02.2016). Wyższy o 30 mln PLN dług netto to kwestia leasingu finansowego.

Wyniki 2015 vs szacunki za 2015 [mln PLN]

	2014	2015	zmiana r/r	2015 szac. (02.02.2016)	różnica
Przychody	4 618,8	4 058,0	-12,1%	4 058,0	0,0%
EBITDA	635,8	617,0	-2,9%	617,0	0,0%
EBIT	479,5	450,0	-6,2%	450,0	0,0%
Zysk netto	356,9	426,0	19,4%	426,0	0,0%
Dług netto	736	685	-7,0%	655	4,6%
/EBITDA	1,16	1,11		1,06	

Źródło: BDM S.A., spółka

Szacunki CAPEX w sprawozdaniu

W sprawozdaniu zarządu za 2015 rok spółka podała że planowany CAPEX na 2016 to ok. 500 mln PLN, co jest zgodne z naszymi oczekiwaniami (ok. 490 mln PLN).

Zarząd wskazuje na 3 znaczące projekty inwestycyjne jak:

- budowę zakładu do produkcji MCPA i 4.2 D (fabryki ŚOR nie uwzględnialiśmy w modelu z uwagi na brak szczegółów, wskazywaliśmy jako potencjalną inwestycję nie mającą wpływ na zakładaną politykę dywidendową, projekt wcześniej szacowany był na ok. 212 mln PLN);
- instalacja termicznej utylizacji odpadów (założone w modelu);
- zwiększenie mocy wytwórczych kauczuku neodymowego (założone w modelu).

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		2013-2015	152	10	50	92			
Inne			234	33	54	57	30	30	30
Nakłady odtworzeniowe**			1 162	146	146	153	212	241	264
RAZEM (uwzględnione w wycenie)			2 908	300	444	577	492	621	474
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)			3 776						

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

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**

Mimo polityki dywidendowej przyjętej w 2013 roku, zarząd spółki po wynikach za 2015 rok nie zarekomendował jej wypłaty. Decyzja należy do WZA, ale brak dywidendy w naszej opinii nie uzasadnia premii z jaką handlowane są akcje Synthos. Od 2011 roku spółka co roku wypłacała dywidendę (łącznie 1,89 PLN/akcję), a jej stopa sięgała 6-13% kapitalizacji.

▪ **Ryzyko substytucji kauczków ESBR**

Kauczuki 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 kauczuki 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. GPW poinformowała, że z dniem 18 marca spółka opuści skład WIG20 i wejdzie do mWIG40. Niewykluczona więc jest podaż akcji.

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):

- **Podstawowe założenia**

Z wyjątkiem aktualizacji danych z raportu rocznego spółki za 2015 rok nie dokonywaliśmy istotnych zmian w naszych założeniach z raportu z 03.03.2016.

- **Dywidenda**

Zarząd zarekomendował pozostawienie zysku za 2015 rok w spółce (oczekiwaliśmy 0,25 PLN DPS). Ostateczna decyzja należy do WZA, jednak w tych okolicznościach nie zakładamy dywidendy. Powrotu do polityki dywidendowej oczekujemy w 2017 roku.

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2016-2025 przyjęliśmy na poziomie 10% z uwagi na optymalizację i działalność w SSE. W okresie rezydualnym zakładamy 19%.
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,323 mld akcji.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2015 roku (685 mln PLN).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 2%.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 8 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

	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2013P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4 058,0	4 241,5	5 197,8	5 933,6	6 455,4	6 668,0	6 681,1	6 694,4	6 707,9	6 721,6	6 735,4
EBIT [mln PLN]	450,0	438,7	506,8	560,9	678,8	673,1	674,4	681,3	689,4	698,6	708,8
Stopa podatkowa	8,8%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Podatek od EBIT [mln PLN]	39,5	43,9	50,7	56,1	67,9	67,3	67,4	68,1	68,9	69,9	70,9
NOPLAT [mln PLN]	410,5	394,8	456,2	504,8	610,9	605,8	607,0	613,2	620,5	628,8	637,9
Amortyzacja [mln PLN]	167,0	226,8	255,9	278,9	289,5	290,4	290,3	288,9	286,2	282,6	278,0
CAPEX [mln PLN]	-577,0	-492,0	-621,1	-474,7	-348,6	-346,7	-334,1	-321,3	-308,6	-295,7	-282,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	76,4	-33,7	-175,5	-135,0	-95,7	-39,0	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5
FCF [mln PLN]	76,9	95,9	-84,6	174,1	456,1	510,4	560,8	578,3	595,7	613,1	630,4
DFCF [mln PLN]		90,3	-74,0	141,4	343,9	357,1	362,9	345,9	329,1	312,7	296,6
Suma DFCF [mln PLN]		2 505,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]		9 004,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 2,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		4 235,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		6 741,7									
Dług netto [mln PLN]		685,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		6 056,7									
Ilość akcji [mln szt.]		1 323,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		4,6									

Przychody zmiana r/r	4,5%	22,5%	14,2%	8,8%	3,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	-2,5%	15,5%	10,7%	21,0%	-0,8%	0,2%	1,0%	1,2%	1,3%	1,5%
FCF zmiana r/r	24,7%	-	-	162,1%	11,9%	9,9%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%
Marża EBITDA	15,7%	14,7%	14,2%	15,0%	14,4%	14,4%	14,5%	14,5%	14,6%	14,6%
Marża EBIT	10,3%	9,8%	9,5%	10,5%	10,1%	10,1%	10,2%	10,3%	10,4%	10,5%
Marża NOPLAT	9,3%	8,8%	8,5%	9,5%	9,1%	9,1%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%
CAPEX / Przychody	11,6%	12,0%	8,0%	5,4%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%
CAPEX / Amortyzacja	216,9%	242,8%	170,2%	120,4%	119,4%	115,1%	111,2%	107,8%	104,7%	101,8%
Zmiana KO / Przychody	0,8%	3,4%	2,3%	1,5%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%	18,3%

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	65,2%	66,5%	67,8%	69,2%	69,8%	78,0%	79,9%	81,7%	83,5%	85,6%
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	34,8%	33,5%	32,2%	30,8%	30,2%	22,0%	20,1%	18,3%	16,5%	14,4%
WACC	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	8,1%	8,2%	8,3%	8,3%	8,4%

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 50% (poprzednio 0%) wskutek złamania polityki dywidendowej i braku uzasadnienia dla wyceny podmiotu z premią. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 08.03.2016.

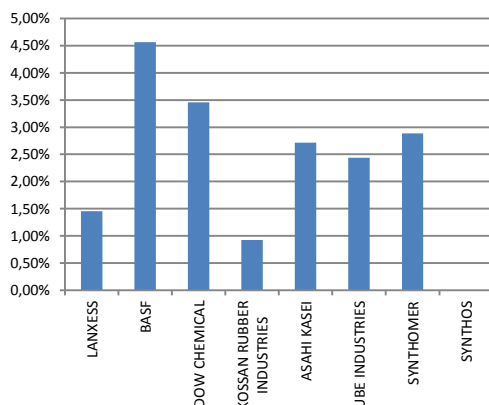
Porównując wyniki Synthosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 4,3 mld PLN, co odpowiada 3,3 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 3,76 PLN (bieżąca cena rynkowa) Synthos jest notowany z premią do konkurentów względem mnożników EV/EBITDA i EV/EBIT. W odniesieniu do mnożnika P/E spółka handlowana jest z dyskontem. Należy mieć na uwadze, że wyniki 2015 i 2016 roku zostały zaburzone awarią krakera w czeskim Litvinovie.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
LANXESS AG	18,4	15,1	12,8	5,6	4,4	3,9	14,5	9,0	7,2
BASF SE	14,6	14,0	12,7	6,6	7,1	6,5	11,3	12,2	10,1
DOW CHEMICAL CO/THE	7,2	14,3	13,0	8,0	7,4	6,7	11,6	10,3	8,8
KOSSAN RUBBER INDUSTRIES	18,7	16,0	13,9	12,3	9,7	8,5	15,6	11,8	10,1
ASAHI KASEI CORP	9,3	10,7	9,8	4,4	4,7	4,3	7,1	7,7	7,3
UBE INDUSTRIES LTD	14,9	10,2	9,5	7,3	5,1	5,0	17,5	9,7	9,7
SYNTHOMER PLC	17,6	14,2	14,5	9,3	9,0	8,8	14,9	11,2	10,9
Mediana	14,6	14,3	12,8	6,6	7,1	6,5	11,6	10,3	8,8
Synthos	11,7	17,3	12,7	9,2	8,4	7,8	12,6	12,7	11,7
Premia/dyskonto do spółki	-20,2%	20,9%	-1,1%	38,6%	17,9%	20,6%	8,5%	23,5%	33,8%
Wycena wg wskaźnika	4,7	3,1	3,8	2,6	3,1	3,0	3,4	3,0	2,6
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			2,9			3,0	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		3,3							

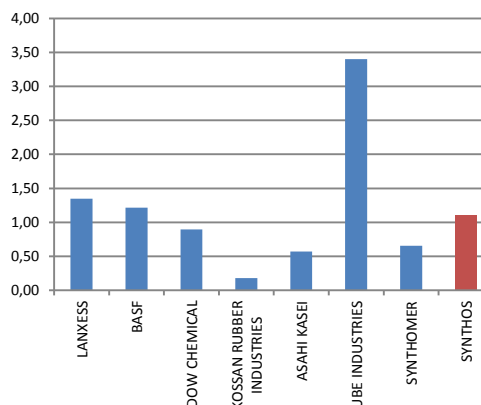
Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 08.03.2016

DY w 2016 roku



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

DN/EBITDA'15



Źródło: BDM S.A., Bloomberg

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	2 365,5	2 545,0	2 810,2	3 175,5	3 371,3	3 430,4	3 486,7	3 530,5	3 563,0	3 585,3	3 598,5	3 603,4
Wartości niematerialne i prawne	227,5	237,0	234,9	235,7	238,7	242,9	247,5	251,9	256,0	260,0	263,7	267,3
Rzeczowe aktywa trwałe	1 966,4	2 287,0	2 554,3	2 918,8	3 111,6	3 166,5	3 218,2	3 257,6	3 285,9	3 304,3	3 313,7	3 315,1
Aktywa obrotowe	2 276,2	2 247,0	2 483,3	2 412,5	2 440,4	2 632,6	2 707,1	2 174,2	2 160,3	2 165,3	2 183,0	2 192,1
Zapasy	495,8	467,0	488,1	598,2	682,8	742,9	767,4	768,9	770,4	772,0	773,5	775,1
Należności krótkoterminowe	996,9	729,0	759,1	916,1	1 036,8	1 122,5	1 157,4	1 159,5	1 161,7	1 163,9	1 166,1	1 168,4
Inwestycje krótkoterminowe	783,6	1 051,0	1 236,1	898,3	720,8	767,3	782,4	245,8	228,2	229,4	243,4	248,6
-środki pieniężne i ekwiwalenty	783,6	1 051,0	1 236,1	898,3	720,8	767,3	782,4	245,8	228,2	229,4	243,4	248,6
Aktywa razem	4 641,7	4 792,0	5 293,5	5 588,0	5 811,7	6 063,0	6 193,8	5 704,7	5 723,2	5 750,6	5 781,5	5 795,5
Kapitał (fundusz) własny	2 222,4	2 292,2	2 579,2	2 684,6	2 830,5	3 026,6	3 134,9	3 261,3	3 378,4	3 504,3	3 633,8	3 767,3
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	2 500,0	2 605,4	2 751,3	2 947,4	3 055,7	3 182,1	3 299,2	3 425,1	3 554,6	3 688,1
Zysk (strata) netto okresu	356,9	425,9	287,0	392,4	459,8	564,0	559,5	574,0	576,3	587,0	599,0	612,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 405,7	2 486,3	2 700,8	2 890,0	2 967,8	3 022,9	3 045,4	2 429,9	2 331,3	2 232,7	2 134,2	2 014,7
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	1 764,5	1 869,6	1 898,4	1 898,4	1 898,4	1 898,4	1 281,5	1 181,5	1 081,5	981,5	881,5
-oprocentowane	56,1	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	32,0	1 232,0	1 132,0	1 032,0	932,0	832,0
Zobowiązania krótkoterminowe	673,4	450,0	469,4	570,5	648,3	703,4	725,9	727,3	728,7	730,1	731,6	712,1
-oprocentowane	18,5	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	0,0
Pasywa razem	4 641,7	4 792,0	5 293,5	5 588,0	5 811,7	6 063,0	6 193,8	5 704,7	5 723,2	5 750,6	5 781,5	5 795,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody netto ze sprzedaży	4 618,8	4 058,0	4 241,5	5 197,8	5 933,6	6 455,4	6 668,0	6 681,1	6 694,4	6 707,9	6 721,6	6 735,4
Koszty produktów, tow. i materiałów	3 853,5	3 301,0	3 476,2	4 329,8	4 984,2	5 367,5	5 574,1	5 577,3	5 579,2	5 580,0	5 579,9	5 578,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	765,3	757,0	765,3	868,0	949,4	1 088,0	1 093,9	1 103,8	1 115,2	1 127,9	1 141,7	1 156,6
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	301,1	290,0	316,5	350,0	376,7	396,9	407,4	411,8	416,3	420,9	425,5	430,3
Zysk (strata) na sprzedaży	464,2	467,0	448,8	518,0	572,7	691,1	686,5	692,0	698,9	707,0	716,2	726,3
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	15,3	-17,0	-10,1	-11,2	-11,7	-12,3	-13,4	-17,6	-17,6	-17,6	-17,6	-17,6
EBITDA	635,8	617,0	665,5	762,7	839,8	968,4	963,5	964,7	970,2	975,7	981,2	986,7
EBIT	479,5	450,0	438,7	506,8	560,9	678,8	673,1	674,4	681,3	689,4	698,6	708,8
Saldo działalności finansowej	-52,5	17,0	-119,7	-70,9	-50,1	-52,2	-51,4	-36,7	-41,0	-37,3	-33,0	-27,9
Zysk (strata) brutto	427,0	467,0	318,9	436,0	510,9	626,6	621,7	637,7	640,3	652,2	665,6	680,8
Zysk (strata) netto	356,9	425,9	287,0	392,4	459,8	564,0	559,5	574,0	576,3	587,0	599,0	612,8

CF [mln PLN]	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	611,9	733,9	625,0	553,2	661,1	815,2	864,4	898,7	903,9	908,1	912,3	916,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-297,6	-284,0	-369,0	-531,2	-452,1	-328,1	-325,5	-320,6	-316,2	-303,7	-290,7	-277,5
Przepływy z działalności finansowej	12,7	-182,5	-71,0	-359,7	-386,6	-440,5	-523,8	-1 114,6	-605,3	-603,2	-607,7	-633,5
Przepływy pieniężne netto	327,0	267,4	185,1	-337,8	-177,5	46,5	15,1	-536,6	-17,7	1,3	13,9	5,2
Środki pieniężne na początek okresu	447,0	783,6	1 051,0	1 236,1	898,3	720,8	767,3	782,4	245,8	228,2	229,4	243,4
Środki pieniężne na koniec okresu	783,6	1 051,0	1 236,1	898,3	720,8	767,3	782,4	245,8	228,2	229,4	243,4	248,6

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-12%	5%	23%	14%	9%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	-3%	8%	15%	10%	15%	-1%	0%	1%	1%	1%	1%
EBIT zmiana r/r	-6%	-3%	16%	11%	21%	-1%	0%	1%	1%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	19%	-33%	37%	17%	23%	-1%	3%	0%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	19%	18%	17%	16%	17%	16%	17%	17%	17%	17%	17%
Marża EBITDA	15%	16%	15%	14%	15%	14%	14%	14%	15%	15%	15%
Marża EBIT	11%	10%	10%	9%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
Marża brutto	12%	8%	8%	9%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	10%	7%	8%	8%	9%	8%	9%	9%	9%	9%	9%
COGS / przychody	81%	82%	83%	84%	83%	84%	83%	83%	83%	83%	83%
SG&A / przychody	7%	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%	11%	15%	16%	19%	18%	18%	17%	17%	16%	16%
ROA	10%	8%	9%	5%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	10%
Dług	1 736,0	1 841,1	1 869,9	1 869,9	1 869,9	1 869,9	1 253,0	1 153,0	1 053,0	953,0	832,0
D / (D+E)	36%	35%	33%	32%	31%	30%	22%	20%	18%	16%	14%
D / E	57%	53%	50%	47%	45%	43%	28%	25%	22%	20%	17%
Odsetki / EBIT	4%	-27%	-14%	-9%	-8%	-8%	-5%	-6%	-5%	-5%	-4%
Dług / kapitał własny	75%	71%	69%	66%	62%	59%	38%	34%	30%	26%	22%
Dług netto	685,0	605,0	971,6	1 149,1	1 102,6	1 087,5	1 007,2	924,8	823,6	709,6	583,4
Dług netto / kapitał własny	30%	23%	36%	41%	36%	35%	31%	27%	24%	20%	15%
Dług netto / EBITDA	1,1	0,9	1,3	1,4	1,1	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7	0,6
Dług netto / EBIT	1,5	1,4	1,9	2,0	1,6	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0	0,8
EV	5 660,4	5 580,4	5 947,0	6 124,5	6 078,0	6 062,9	5 982,6	5 900,3	5 799,0	5 685,1	5 558,8
Dług / EV	31%	33%	31%	31%	31%	31%	21%	20%	18%	17%	15%
CAPEX / Przychody	14%	12%	12%	8%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%
CAPEX / Amortyzacja	346%	217%	243%	170%	120%	119%	115%	111%	108%	105%	102%
Amortyzacja / Przychody	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Zmiana KO / Przychody	-2%	1%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Wskaźniki rynkowe	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
MC/S*	1,2	1,2	1,0	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
P/E*	11,7	17,3	12,7	10,8	8,8	8,9	8,7	8,6	8,5	8,3	8,1
P/BV*	2,2	1,9	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3
P/CE*	8,4	9,7	7,7	6,7	5,8	5,9	5,8	5,8	5,7	5,6	5,6
EV/EBITDA*	9,2	8,4	7,8	7,3	6,3	6,3	6,2	6,1	5,9	5,8	5,6
EV/EBIT*	12,6	12,7	11,7	10,9	9,0	9,0	8,9	8,7	8,4	8,1	7,8
EV/S*	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8
BVPS	1,7	2,0	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9
EPS	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
CEPS	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
FCFPS	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,0	0,0
DPS w okresie	0,25	0,00	0,22	0,24	0,28	0,34	0,34	0,35	0,35	0,35	0,36
Payout ratio	92,7%	0,0%	100,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
DY**	6,6%	0,0%	5,8%	6,3%	7,4%	9,1%	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,6%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 3,76 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
Trzymaj	3,9	Akumuluj	4,6	08.03.2016	3,76	46 706,7
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	31%
Akumuluj	6	38%
Trzymaj	4	25%
Redukuj	1	6%
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).

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 wahanom 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 08.03.2016 roku, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.03.2016 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 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.

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 08.03.2016 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.