



Dom Maklerski BDM S.A.

SYNTHOS

RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnich miesiącach kurs akcji spółki wspierał dynamiczny wzrost cen butadienu/styrenu i w konsekwencji rekordowe wyniki 1Q'17, a także decyzje korporacyjne o dystrybucji łącznie 1,03 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2016 rok (zaliczka 0,53 PLN wypłacona w grudniu'16). Wskazujemy, że za wzrost cen podstawowych produktów/surowców w 4Q'16-1Q'17 odpowiadały gł. czynniki jednorazowe, a wyniki 1Q'17 (>400 mln PLN EBITDA) są niepowtarzalne w kolejnych okresach (oczekujemy EBITDA zbliżonej do 200 mln PLN/kwartał). Z kolei zgodnie z decyzją WZA z maja'17 wypłata dodatkowej 0,5 PLN/akcję dywidendy (662 mln PLN) przy znacznie wyższym CAPEX (>500 mln PLN vs 186 mln PLN w '16) przyczyni się do dalszego wzrostu zadłużenia spółki. Tym samym na koniec 2017 roku sięgnie ono ok. 1,9 mld PLN netto (2,1x EBITDA), co dla cyklicznej spółki jest poziomem co najmniej ryzykownym (najwyższe zadłużenie spośród dużych, polskich spółek chemicznych). Wysoka dźwignia finansowa uszczupli poziomy wypłat w kolejnych okresach. W rezultacie obniżamy rekomendację dla spółki do REDUKUJ z trzymaj ustalając cenę docelową na poziomie 5,0 PLN/akcję.

Wyniki spółki za 1Q'17 okazały się rekordowe w historii (EBITDA >400 mln PLN) i wyższe od naszych oczekiwań o 33% (+101 mln PLN), a od konsensusu o 13%. Za pozytywne zaskoczenie odpowiadał gł. segment kauczków dzięki dynamicznej wyższości cen butadienu w Azji, co w przypadku tańszego surowca w Europie pozwoliło na uplasowanie rekordowego wolumenu ESBR i pozostałych typów kauczków (znaczący wzrost utylizacji SSBR). Dodatkowo wysokie ceny styrenu umożliwiły realizację ekstra marży na jego produkcji.

W 2Q'17 otoczenie biznesowe dla spółki zmieniło się o 180 stopni. Wspierane czynnikami jednorazowymi ceny butadienu/styrenu wróciły do poziomów z 3Q'16. Dodatkowo spółka musi się zmierzyć z niekorzystnym spreadem między notowaniami butadienu w Azji i Europie. Ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w 2Q'14 ale o dużo mniejszej skali. W kolejnych kwartałach oczekujemy spadku EBITDA <200 mln PLN. W całym 2017 roku EBITDA w wysokości 0,9-1,0 mld PLN wydaje się w zasięgu spółki. Niemniej nasze założenia kształtują się ok. 7% poniżej konsensusu.

W okresie 2011-2016 spółka wypłaciła 3,2 mld PLN dywidend, a WZA w maju'17 zdecydowało o wypłacie kolejnych 662 mln PLN (łącznie blisko 3,9 mld PLN dywidend). Kapitały własne spadły w tym czasie o ponad 1 mld PLN. Tym samym dywidendy były w części na kredyt.

Mocne wyniki 2017 roku nie wystarczą na wypłatę dodatkowej dywidendy i realizację określonego programu inwestycyjnego. Tym samym kolejny raz spółka zwiększy zadłużenie (>2,0x DN/EBITDA). Jest to obecnie najbardziej zadłużona spółka z tzw. dużej chemii.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Przychody [mln PLN]	4 618,8	4 058,0	4 755,0	7 020,4	7 676,9	8 033,4
EBITDA [mln PLN]	635,8	617,0	662,0	942,5	945,0	1 034,4
EBIT [mln PLN]	479,5	450,0	451,0	702,1	688,0	768,6
Wynik netto [mln PLN]	356,9	425,9	256,0	630,8	512,2	618,5
P/BV	3,3	3,2	3,9	3,9	3,6	3,0
P/E	20,4	17,1	28,4	11,5	14,2	11,8
EV/EBITDA	12,6	12,9	13,2	9,7	9,8	8,7
EV/EBIT	16,7	17,7	19,4	13,1	13,4	11,7
DY w okresie	6,0%	4,5%	9,6%	9,1%	4,3%	3,5%

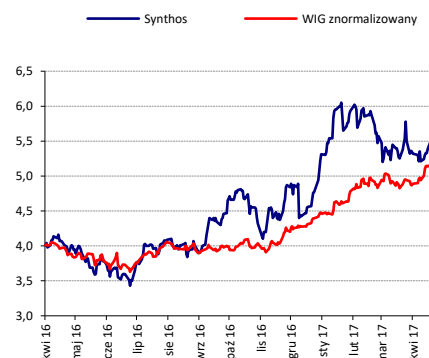
REDUKUJ
(POPRZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 5,0 PLN

11 MAJ 2017, 10:52 CEST

Wycena DCF [PLN]	4,8
Wycena porównawcza [PLN]	5,2
Wycena końcowa [PLN]	5,0
Potencjał do wzrostu / spadku	-9,6%
Koszt kapitału	9,0%
Cena rynkowa [PLN]	5,50
Kapitalizacja [mln PLN]	7 278
Ilość akcji [mln. szt.]	1 323
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	6,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	4,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-7,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	34,8%
Struktura akcjonariatu:	
Sołowow Michał z FTF Galleon SA i Barco Capital Investment Ltd.	62,5%
Aviva OFE	6,6%
Pozostali	30,9%

Krzysztof Brymora
brymora@bdm.com.pl
tel. (0-32) 208-14-35
Dom Maklerski BDM S.A.



SPIS TREŚCI

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
REKORDOWE WYNIKI 1Q'17 NIEPOWTARZALNE W KOLEJNYCH OKRESACH.....	3
„NORMALIZACJA” CEN BUTADIENU I STYRENU	4
AMBITNY KONSENSUS NA 2017 ROK.....	5
WZROST CAPEX W KOLEJNYCH LATACH	6
RELATYWNA SIŁA KURSU W 2017 YTD I WYSOKA WYCENA RYNKOWA	6
DYWIDENDA NA KREDYT	7
GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA.....	8
WYCENA DCF.....	9
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	12
WYNIKI 1Q'17.....	13
PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW	14
AKTUALIZACJA PROGRAMU INWESTYCYJNEGO	15
CAPEX 2013-2016.....	15
CAPEX 2017-2020.....	15
INNE INWESTYCJE UWZGLĘDNIONE W WYCENIE	15
POTENCJALNE INWESTYCJE (NIE UWZGLĘDNIONE W WYCENIE).....	15
ZMIANY PLANÓW INWESTYCYJNYCH	16
DOTACJE Z UE I NCBiR	17
KUPNO INEOS STYRENICS.....	18
DYWIDENDA, SKUP AKCJI I DŁUG NETTO	19
DYWIDENDOWA EPOPEJA	19
DŁUG NETTO	20
ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2016-2018	21
GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026	22
DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE	24

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki opiera się na dwóch metodach: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz wycenie porównawczej. Wycena metodą DCF na lata 2017-2026 sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 4,8 PLN. Natomiast wycena porównawcza do wybranych konkurentów, oparta na prognozach wyników na lata 2017 – 2019 dała wartość 1 akcji na poziomie 5,2 PLN. Przy wycenie końcowej jako wagi przyjęliśmy 50% dla wyceny sporządzonej przy użyciu modelu DCF i 50% dla wyceny porównawczej. W rezultacie wycena końcowa 1 akcji spółki wynosi 5,0 PLN.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena modelem DCF [PLN]	50%	4,8
Wycena metodą porównawczą [PLN]	50%	5,2

Wycena spółki [PLN] **5,0**

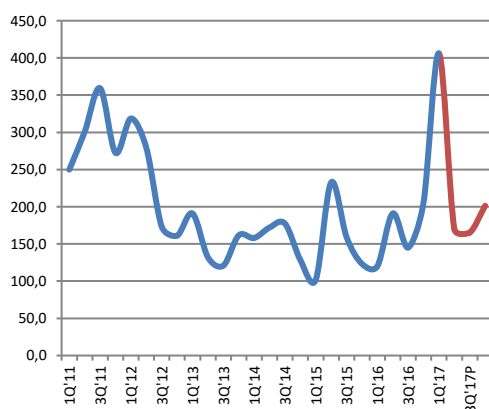
Źródło: BDM S.A.

Rekordowe wyniki 1Q'17 niepowtarzalne w kolejnych okresach

Wyniki spółki za 1Q'17 okazały się rekordowe w historii (EBITDA >400 mln PLN) i wyższe od naszych oczekiwań o 33% (+101 mln PLN), a od konsensusu o 13%.

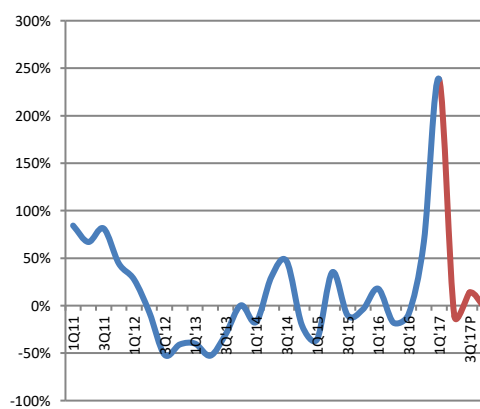
Na rekordowe w historii wyniki 1Q'17 złożył się splot pozytywnych, jednorazowych czynników rynkowych zarówno w segmencie kauczukowym (dynamiczny wzrost cen butadienu w Azji przez powódź w Tajlandii i czasowe wyłączenia krakerów), jak i w styrenopochodnych (wzrost notowań styrenu o ok. 50% w 2 miesiące). Obecnie ceny butadienu i styrenu spadły do poziomów z 3Q'16, a spółka będzie musiała zmierzyć się z negatywnym spreadem między notowaniami butadienu w Azji a w Europie (kupno droższego butadienu w Europie zdecydowanie obniża konkurencyjność spółki w Azji). Jest to pierwsza taka sytuacja od 2Q'14.

EBITDA spółki [mln PLN]



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

Dynamika EBITDA [r/r]

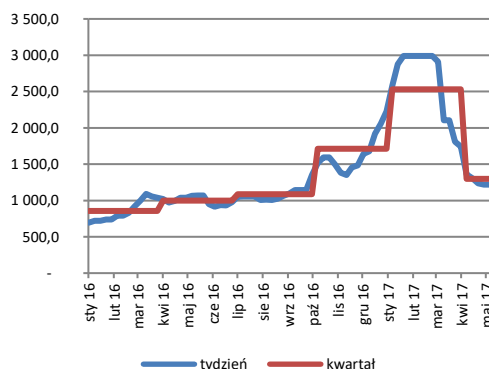


Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne

„Normalizacja” cen butadienu i styrenu

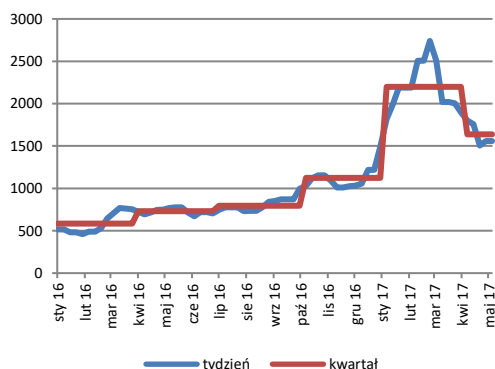
Na wzrost cen butadienu i styrenu w 4Q'16-1Q'17 złożył się splot pozytywnych czynników rynkowych o charakterze jednorazowym (powódź w Tajlandii i czasowe wyłączenia krakerów w Azji). Obecnie ceny spadły do poziomów z 3Q'16.

Butadien FOB Korea [USD/t]



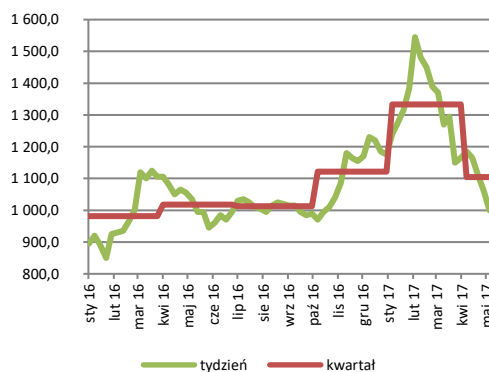
Źródło: BDM S.A, Bloomberg

Butadien FOB Rotterdam [USD/t]



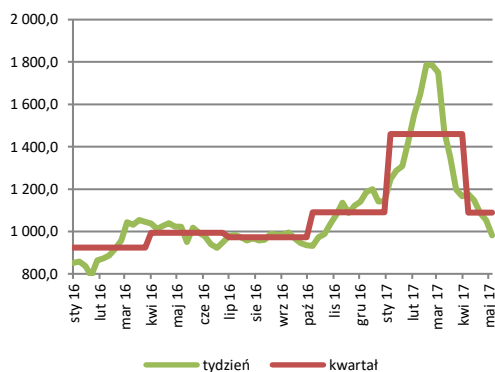
Źródło: BDM S.A, Bloomberg

Styren Azja [USD/t]



Źródło: BDM S.A, Bloomberg

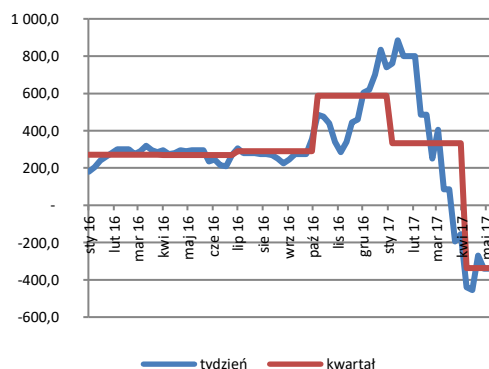
Styren USA [USD/t]



Źródło: BDM S.A, Bloomberg

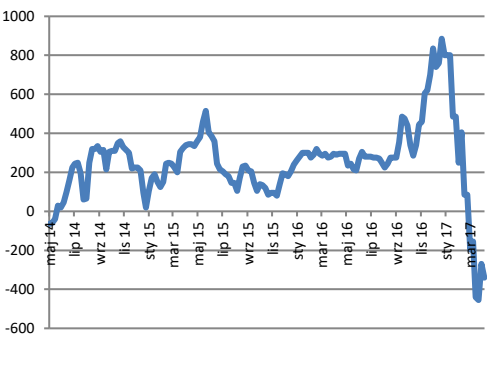
W kwietniu'17 spółka utraciła pozytywny spread między notowaniami butadienu w Azji a w Europie. W rezultacie obniżyła się konkurencyjność na tamtejszych rynkach, które są największe na świecie dla najprostszego kauczuka ESBR. Obecnie spółka kupuje w Europie butadien ok. 400 USD/t drożej niż azjatycka konkurencja, która może sprzedawać kauczuki również na Starym Kontynencie.

Butadien Korea-butadien Europa [USD/t]



Źródło: BDM S.A, Bloomberg

Butadien Korea-butadien Europa [USD/t]



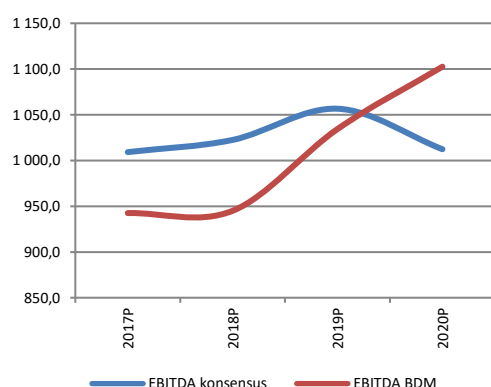
Źródło: BDM S.A, Bloomberg.

Ambitny konsensus na 2017 rok

Nasze założenia odnośnie EBITDA są poniżej konsensusu na lata 2017-2018 o ok. 7%. W kolejnych latach mamy wyższe projekcje.

WZA w maju'17 ponownie zaskoczyło decydując o wypłacie kolejnej dywidendy za 2016 rok (0,5 PLN/akcję) ponad wcześniej wypłaconą zaliczkę (0,53 PLN/akcję) mimo rekomendacji zarządu dot. niewypłacania dywidendy. Konsensus zakładał 0,15 PLN DPS. W swoich prognozach kalkulowaliśmy 0,3 PLN DPS.

W latach 2018-2019 konsensus zakłada wypłatę ok. 0,35 PLN DPS. Uważamy, iż przy danym programie inwestycyjnym i obecnym zadłużeniu założenia te są zbyt ambitne. Oczekujemy dywidendy w okolicach 0,2 PLN/akcję.

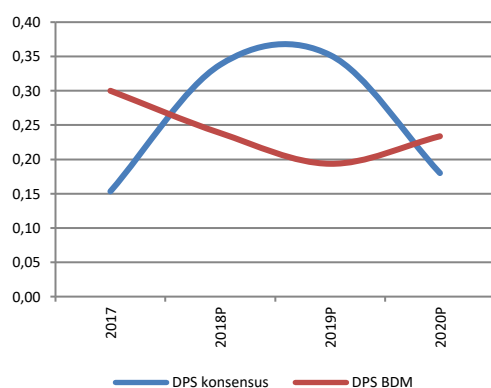
EBITDA BDM vs konsensus 2017-2020P

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

Szczegóły konsensusu EBITDA 2017P

Data	Instytucja	EBITDA 2017P
2017-05-10	DM BDM	943
2017-05-02	DM mBank	931
2017-04-27	DM PKO BP	1 260
2017-04-24	-	1 092
2017-04-21	Erste	752
2017-04-18	Trigon	1 128
2017-01-24	Wood	884

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

Dywidenda/akcję BDM vs konsensus 2017-2020P

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

Szczegóły konsensusu dywidenda/akcję 2017P

Data	Instytucja	DPS 2017P
2017-05-10	DM BDM	0,30
2017-04-24	-	0,00
2017-04-21	Erste	0,15
2017-04-18	Trigon	0,30
2017-04-10	DM mBank	0,17
2017-04-10	PKO BP	0,00
2017-01-24	Wood	0,30

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

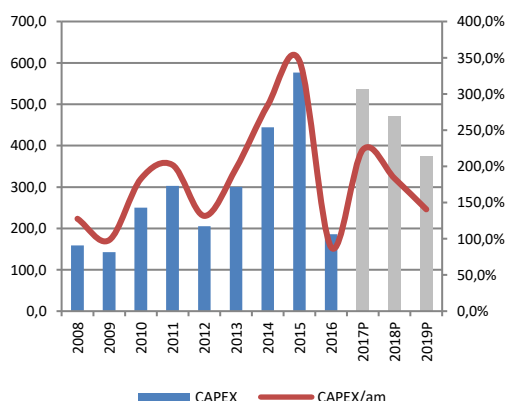
Wzrost CAPEX w kolejnych latach

W 2016 roku spółka zrealizowała CAPEX najniższy od 2009 roku, co pozwoliło utrzymać zadłużenie w okolicach 2,0x EBITDA.

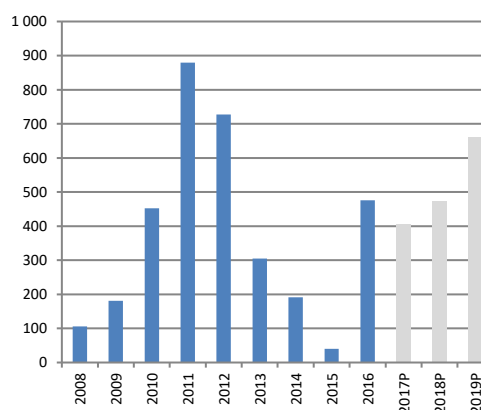
W 2017 roku oczekujemy nakładów inwestycyjnych w okolicach 535 mln PLN, choć wywiady prasowe sugerowały poziom ok. 700 mln PLN (nie uwzględniamy fabryki ŚOR). W CAPEX głównymi projektami jest rozbudowa PBR w Kralupach, inwestycja w XEPS w Oświęcimiu i spalarnia śmieci (brak informacji ze strony spółki).

Wskazujemy, że wzrost CAPEX w 2017 roku będzie wyższy niż przyrost EBITDA, a uwzględniając wyższą dywidendę i zapotrzebowanie na kapitał pracujący (efekt wzrostu cen produktów/surowców) spółka będzie musiała kolejny raz zwiększyć zadłużenie.

CAPEX 2008-2019P [mln PLN]



EBITDA-CAPEX 2008-2019P [mln PLN]

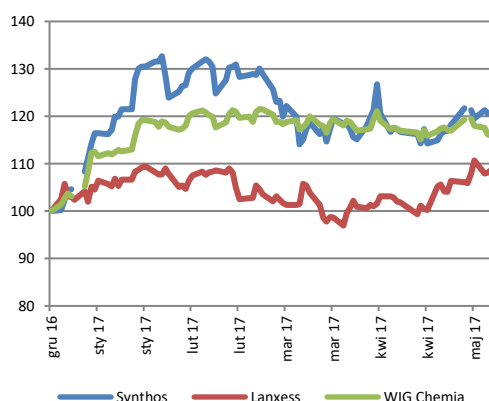


Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS- CAPEX, PS- CAPEX/amortyzacja

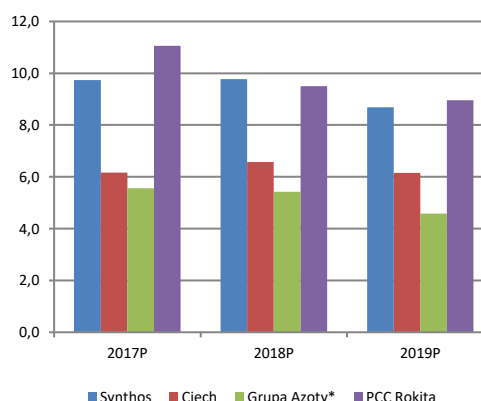
Relatywna siła kursu w 2017 YTD i wysoka wycena rynkowa

W 2017 roku kurs akcji (+21% YTD) zachowuje się relatywnie lepiej niż Lanxess czy WIG-Chemia (+16% YTD). W rezultacie spółka handlowana jest z premią do grupy porównawczej czy polskich spółek chemicznych.

Kurs akcji: Synthos vs Lanxess vs WIG-Chemia* 2017 YTD



Wskaźniki EV/EBITDA dla polskich spółek chemicznych



Źródło: BDM S.A., Bloomberg. *- znormalizowane 30.12.2016= 100

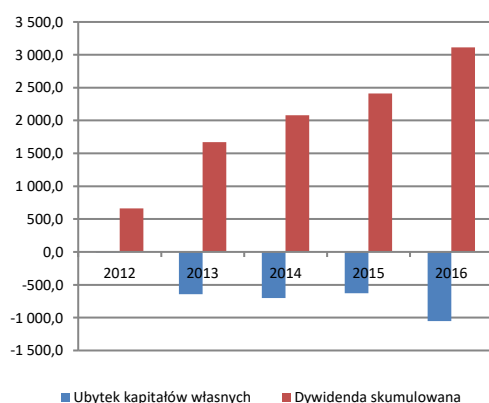
Źródło: BDM S.A., szacunki własne. *- Grupa Azoty bez uwzględniania projektów inwestycyjnych w PDH i zgazowania węgla.

Dywidenda na kredyt

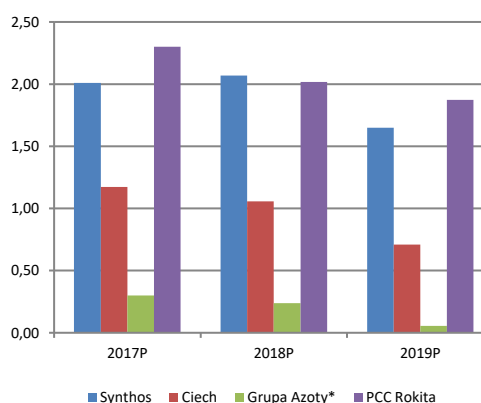
W okresie 2011-2016 spółka wypłaciła 3,2 mld PLN dywidend, a WZA w maju'17 zdecydowało o wypłacie kolejnych 662 mln PLN (łącznie blisko 3,9 mld PLN dywidend). Kapitały własne spadły w tym czasie o ponad 1 mld PLN. Tym samym o tyle musiało wzrosnąć zadłużenie.

Na koniec 2016 roku zadłużenie netto w relacji do rocznej EBITDA przekroczyło 2,0x. Szacujemy, że mimo bardzo dobrych wyników finansowych (0,9-1,0 mld PLN EBITDA) przez wypłatę kolejnej dywidendy i program inwestycyjny zadłużenie wzrośnie i utrzyma się powyżej 2,0x EBITDA, co dla cyklicznej spółki jest poziomem co najmniej ryzykownym. Warto wspomnieć, że ze spółek z tzw. dużej chemii to najwyższe zadłużenie.

Kapitały własne a dywidenda [mln PLN]



Wskaźniki DN/EBITDA dla polskich spółek chemicznych



Źródło: BDM S.A., szacunki własne. Wartości skumulowane

Źródło: BDM S.A., szacunki własne.*- Grupa Azoty bez uwzględniania projektów inwestycyjnych w PDH i zgazowania węgla. DN- dług netto

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

▪ **Cykliczność biznesu spółki**

Podstawowy biznes spółki (segment kauczuków) jest bardzo cykliczny, wrażliwy na zmianę koniunktury gospodarczej (automotive) czy warunki pogodowe (dostępność kauczuku naturalnego). Dodatkowo butadien, główny surowiec w produkcji kauczuków syntetycznych, jest produktem ubocznym krakingu ropy naftowej, co prowadzi do permanentnej nierównowagi popyt/podaż. W okresie 2016-2017 ceny butadienu w Azji wzrosły z poziomu <1000 USD/t do 3000 USD/t by do kwietnia'17 spaść do 1200 USD/t.

▪ **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 poprawiających efektywność biznesu (spalarnia śmieci, modernizacja aktywów Ineos). Opóźnienia w ich realizacji, bądź ich brak, mogą znacząco wpłynąć na przyszłe wyniki finansowe.

▪ **Znaczący wzrost nakładów inwestycyjnych, szczególnie na modernizację aktywów Ineos**

Przy okazji przejęcia biznesu EPS od Ineos w 2016 roku (niezintegrowane aktywa styrenowe) spółka informowała o potencjalnych, znaczących nakładach inwestycyjnych do uzyskania satysfakcjonujących marż.

Wskazujemy, że obecnie wysokie marże w segmencie styrenowym (10-12%) Synthosu wynikały głównie z własnej produkcji styrenu (zintegrowany producent).

Po przejęciu biznesu EPS od Ineos deficyt styrenu wzrósł w spółce z 40 do 350 tys. ton. Szacunkowy koszt takiej instalacji to >0,5 mld USD.

▪ **Zmniejszenie strumienia dywidend/skupu akcji**

Spółka historycznie była wyceniana z premią przez ponadprzeciętny poziom dywidend.

▪ **Brak komunikacji zarządu z inwestorami/analitikami**

Spółka prowadzi nietransparentną politykę informacyjną, nie organizuje konferencji wynikowych, a zarząd jest zamknięty na spotkania z analitykami, co naraża kurs akcji na bardzo dużą zmienność.

▪ **Ryzyko wyższej, efektywnej stopy podatkowej**

W roku 2016 roku UKS wszczął w spółce kontrole podatkowe za okresy obrotowe 2010– 2015. W ich wyniku Urząd ustalił dodatkowe zobowiązanie w podatku dochodowym za lata 2010 r. - 2014 r. w kwocie 31 mln PLN, ponadto spółka utworzyła rezerwę na dodatkowe potencjalne zobowiązanie podatkowe za rok obrotowy 2015 r. w kwocie 31 mln PLN.

▪ **Odebranie dotacji, zarzuty korupcyjne**

W 2016 roku prasa informowała o zatrzymaniu członka RN spółki w związku z wręczaniem korzyści majątkowych pracownikom NCBiR, z dotacji których korzystał m.in. Synthos. Wskazujemy, że spółka w ostatnich latach bardzo efektywnie korzystała z dotacji publicznych. Pozyskała kwotę ok. 400 mln PLN.

▪ **Ryzyko substytucji kauczuków ESBR**

Kauczuki ESBR, czyli główny produkt w ofercie spółki (ok. 300 tys. ton mocy rocznie, 1,7 mld PLN sprzedaży, 36% ogółu- 2016 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 kauczukach 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.

▪ **Ryzyko rynku polistyrenów**

Segment styrenopochodnych w latach 2015-2016 generując 200-230 mln PLN EBITDA (rekordowe poziomy) znacząco zneutralizował spadek wyników w podstawowym biznesie kauczukowym. Niemniej w długim terminie istnieje ryzyko istotnego spadku marż (marża EBITDA 2015-2016 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 1,21) wobec bieżących notowań ok. 1,09.

▪ **Ryzyko głównego akcjonariusza**

Głównym akcjonariuszem jest Pan Michał Sołtów (62%), dający poznać się w przeszłości, także w innych spółkach giełdowych, jako nieszanujący praw mniejszościowych akcjonariuszy.

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**

Podwyższyliśmy założenia wolumenowej sprzedaży głównych produktów spółki z uwagi na dobrą koniunkturę w sektorze oponiarskim i przejęcie biznesu EPS od Ineos (zdecydowany wzrost w styrenowopochodnych).

Spółka w pełni utylizuje moce instalacji ESBR i PBR. Dociążenia wymaga instalacja SSBR. Oczekujemy, że wykorzystanie mocy w 2017 roku sięgnie ok. 50% i docelowo 100% w 2019 roku. Wąskim gardłem jest deficyt pary technologicznej (spółka musi postawić kocioł/spalarnię śmieci).

Z nowych inwestycji, tak jak w poprzednim raporcie, pojawia się rozbudowa PBR w Kralupach o 52 tys. ton (utylizacja stopniowo do 2020 roku- wolniej niż wcześniej oczekiwaliśmy) i inwestycja w XEPS. Nie uwzględniamy fabryki ŚOR (tak jak poprzednio).

- **Ceny produktów/surowców**

Zaktualizowaliśmy ceny podstawowych produktów/surowców do maja 2017 roku. Ceny w 1Q'17 były zaburzone jednorazowymi, pozytywnymi czynnikami rynkowymi. Obecnie notowania głównych produktów/surowców zbliżone są do 3Q'16.

- **Waluty**

Kursy walut przyjmujemy zgodnie z bieżącą krzywą kontraktów terminowych (EUR/PLN'17 4,26, EUR/USD 1,09, długoterminowo EUR/PLN 4,36, EUR/USD 1,21). Kursy są nieco gorsze niż w poprzednim raporcie.

- **CAPEX/dotacje**

Zaktualizowaliśmy CAPEX. Szczegółowo został on przedstawiony w osobnym rozdziale. Oczekujemy, że na majątek trwały spółka wyda w 2017 roku 535 mln PLN przy amortyzacji >200 mln PLN. W 1Q'17 wydała 48 mln PLN (podobnie r/r).

Efektywny CAPEX będzie mniejszy o rozliczone dotacje, co uwzględniamy w rachunku przepływów pieniężnych. Spółka ma przyznane ok. 400 mln PLN dotacji. Do rozliczenia szacujemy, że pozostaje jeszcze ok. 160 mln PLN w najbliższych latach.

- **Dywidenda**

Po rekordowej dywidendzie z zysku za 2016 rok (1,363 mld PLN, 1,03 PLN/akcję) oczekujemy zmniejszenia dywidendy lub ekwiwalentu skupu akcji do ok. 300 mln PLN (ok. 0,2 PLN/akcję).

Ponadto:

- Efektywną stopę podatkową w latach 2017-2026 przyjęliśmy na poziomie 13,2% wobec 10% poprzednio (kontrola UKS).
- Do obliczeń przyjęliśmy 1,323 mld akcji.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2016 roku (1,45 mld PLN).
- Po okresie szczegółowej prognozy wzrost FCF przyjmujemy na poziomie 1% (poprzednio 2%).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 maja 2017 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 6,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to wartość 4,8 PLN.

Model DCF

	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2013P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4 755,0	7 020,4	7 676,9	8 033,4	8 258,1	8 222,3	8 329,7	8 437,4	8 502,6	8 515,8	8 529,1
EBIT adj. [mln PLN]	492,0	702,1	688,0	768,6	832,2	829,8	835,4	838,0	841,8	847,0	853,6
Stopa podatkowa	23,6%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Podatek od EBIT [mln PLN]	116,0	92,7	90,8	101,5	109,8	109,5	110,3	110,6	111,1	111,8	112,7
NOPLAT [mln PLN]	376,0	609,4	597,2	667,2	722,3	720,2	725,1	727,4	730,7	735,2	740,9
Amortyzacja [mln PLN]	211,0	240,4	257,0	265,8	270,4	272,6	273,7	274,2	274,0	272,9	270,4
CAPEX [mln PLN]	-186,0	-536,2	-471,2	-373,7	-347,0	-333,1	-325,0	-316,5	-306,2	-293,9	-278,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-84,0	-187,0	-108,2	-58,8	-37,1	5,9	-17,7	-17,8	-10,7	-2,2	-2,2
FCF [mln PLN]	25,0	126,6	274,8	500,5	608,6	665,6	656,1	667,3	687,7	712,0	730,9
DFCF [mln PLN]		121,1	245,2	416,1	471,0	476,6	434,0	407,1	386,3	367,6	346,2
Suma DFCF [mln PLN]		3 671,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]		8 602,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: 1,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		4 074,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		7 745,6									
Dług netto [mln PLN]		1 449,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		6 296,6									
Ilość akcji [mln szt.]		1 323,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		4,8									

Przychody zmiana r/r	47,6%	9,4%	4,6%	2,8%	-0,4%	1,3%	1,3%	0,8%	0,2%	0,2%
EBIT zmiana r/r	42,7%	-2,0%	11,7%	8,3%	-0,3%	0,7%	0,3%	0,5%	0,6%	0,8%
FCF zmiana r/r	407,0%	117,0%	82,2%	21,6%	9,4%	-1,4%	1,7%	3,1%	3,5%	2,7%
Marża EBITDA	13,4%	12,3%	12,9%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,2%	13,2%
Marża EBIT	10,0%	9,0%	9,6%	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	10,0%
Marża NOPLAT	8,7%	7,8%	8,3%	8,7%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,6%	8,7%
CAPEX / Przychody	7,6%	6,1%	4,7%	4,2%	4,1%	3,9%	3,8%	3,6%	3,5%	3,3%
CAPEX / Amortyzacja	223,0%	183,3%	140,6%	128,3%	122,2%	118,7%	115,4%	111,8%	107,7%	102,9%
Zmiana KO / Przychody	2,7%	1,4%	0,7%	0,4%	-0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	8,3%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%

Źródło: BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2013P	2024P	2025P	2026P
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	55,6%	57,7%	60,6%	62,9%	77,8%	82,2%	86,5%	90,7%	95,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Udział kapitału obcego	44,4%	42,3%	39,4%	37,1%	22,2%	17,8%	13,5%	9,3%	4,6%	0,0%
WACC	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	8,1%	8,2%	8,4%	8,6%	8,8%	9,0%

Źródło: BDM S.A.

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

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

Źródło: BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	3,0%	4,6	4,9	5,4	5,9	6,6	7,6	9,1	11,6	16,6
	4,0%	4,1	4,3	4,7	5,0	5,6	6,2	7,2	8,6	10,9
	5,0%	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8	5,2	5,9	6,8	8,1
	6,0%	3,3	3,4	3,6	3,9	4,1	4,5	4,9	5,5	6,4
	7,0%	3,0	3,1	3,2	3,4	3,6	3,9	4,2	4,7	5,2
	8,0%	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,7	4,0	4,4
	9,0%	2,5	2,5	2,6	2,8	2,9	3,0	3,2	3,5	3,8

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

Źródło: BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Wyceny porównawczej dokonaliśmy w oparciu o nasze prognozy na lata 2017-2019 do wybranych spółek mających w ofercie kauczuki syntetyczne. Udział wyceny porównawczej w końcowej wycenie przyjęliśmy na poziomie 50%. Analizę oparto na wskaźnikach P/E, EV/EBITDA i EV/EBIT przypisując im równą wagę. Obliczenia bazują na kursach z 10.05.2017.

Porównując wyniki Synthosu ze wskaźnikami innych spółek otrzymaliśmy wartość spółki na poziomie 6,9 mld PLN, co odpowiada 5,2 PLN na jedną akcję. W oparciu o cenę 1 akcji na poziomie 5,5 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.

Wycena porównawcza

	P/E			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
LANXESS AG	18,7	14,8	12,9	6,8	5,9	5,4	12,0	10,5	8,9
BASF SE	15,3	14,0	13,6	8,3	7,6	7,2	12,0	10,9	10,7
DOW CHEMICAL CO/THE	18,5	16,0	14,8	10,7	9,2	8,4	13,6	11,5	10,7
KOSSAN RUBBER INDUSTRIES	14,2	13,9	13,2	6,9	6,3	5,6	11,3	10,2	9,2
ASAHI KASEI CORP	13,6	11,2	10,7	6,0	5,4	0,0	11,9	11,0	0,0
UBE INDUSTRIES LTD	17,4	16,3	15,2	10,9	10,0	9,2	14,1	12,9	12,1
Mediana	16,2	14,8	13,6	8,3	7,6	7,2	12,0	11,0	10,7
SYNTHOS	11,5	14,2	11,8	9,7	9,8	8,7	13,1	13,4	11,7
Premia/dyskonto do spółki	-28,6%	-3,7%	-13,3%	17,7%	29,2%	19,8%	8,8%	21,7%	8,8%
Wycena wg wskaźnika	7,7	5,7	6,3	4,5	3,9	4,4	4,9	4,3	5,0
Waga roku	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Wycena wg wskaźników		6,6			4,3			4,7	
Waga wskaźnika		33,3%			33,3%			33,3%	
Premia / dyskonto									
Wycena 1 akcji [PLN]		5,2							

Źródło: BDM S.A., Bloomberg, wg cen z 10.05.2017

WYNIKI 1Q'17

Wyniki spółki za 1Q'17 okazały się rekordowe w historii (EBITDA >400 mln PLN) i wyższe od naszych oczekiwań o 33% (+101 mln PLN), a od konsensusu o 13%. Zaskoczenie wynikało gł. z segmentu kauczuków (+72 mln PLN), gdzie marża przekroczyła 31% EBITDA (druga rekordowa w historii po 2Q'11). Znacznie lepsze przychody (+37% r/r) i wynik (+83% r/r) wypracował segment dyspersji. Na poziomie netto widoczne były większe, pozytywne różnice kursowe w kwocie >120 mln PLN wynikające z przeszacowania długu (oczek +70 mln PLN). Dług netto spadł o 85 mln PLN q/q do 1363 mln PLN. Wysoka sprzedaż spowodowała duże zaangażowanie kapitału obrotowego, co wpłynęło na słabszy CFO. CAPEX w 1Q'17 wyniósł 48 mln PLN- podobnie r/r i mniej q/q.

W 1Q'17 spółka wykorzystała najlepsze od 2011/2012 otoczenie biznesowe w kauczukach. Dodatkowo wyniki wsparł znaczący skok notowań styrenu. Dzięki nowym inwestycjom (SSBR) i wynikom przejętego biznesu EPS wyniki spółki okazały się rekordowe, ale oczywiście niepowtarzalne. Obecne otoczenie cenowe znacząco odbiega od tego w 1Q'17 i jest bardziej zbliżone do tego w 3Q-4Q'16.

Wybrane dane finansowe [mln PLN]

	1Q'16	1Q'17	zmiana r/r	1Q'17P BDM	różnica	1Q'17P kons.	różnica
Przychody	1 018,0	1 902,0	86,8%	1 972,5	-3,6%	1 908,0	-0,3%
<i>Kauczuki</i>	495,0	895,0	80,8%	1 012,9	-11,6%		
<i>Styrenowopochodne</i>	392,0	840,0	114,3%	837,9	0,2%		
<i>Dyspersje, kleje, lateksy</i>	46,0	63,0	37,0%	42,5	48,1%		
<i>Media</i>	47,0	67,0	42,6%	53,6	25,0%		
<i>Agro</i>	25,0	30,0	20,0%	25,5	17,6%		
<i>Pozostałe</i>	1,0	7,0	600,0%	-	-		
Wynik brutto na sprzedaży	175,0	474,0	170,9%	356,2	33,1%		
EBITDA adj.	135,0	406,0	200,7%	304,9	33,2%		
EBITDA	120,0	406,0	238,3%	304,9	33,2%	360,1	12,7%
<i>Kauczuki</i>	55,0	281,0	410,9%	208,7	34,6%		
<i>Styrenowopochodne</i>	38,0	78,0	105,3%	73,1	6,7%		
<i>Dyspersje, kleje, lateksy</i>	6,0	11,0	83,3%	0,7	1449,8%		
<i>Media</i>	21,0	30,0	42,9%	21,6	39,0%		
<i>Agro</i>	2,0	2,0	0,0%	2,0	-1,3%		
<i>Pozostałe</i>	0,0	4,0	-	-0,2	-		
EBIT	71,0	346,0	387,3%	243,5	42,1%	297,8	16,2%
Zysk brutto	57,0	451,0	691,2%	299,6	50,5%		
Zysk netto	50,0	365,0	630,0%	269,6	35,4%	245,9	48,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	17,2%	24,9%		18,1%			
Marża EBITDA	11,8%	21,3%		15,5%		25,5%	
<i>Kauczuki</i>	11,1%	31,4%		20,6%			
<i>Styrenowopochodne</i>	9,7%	9,3%		8,7%			
<i>Dyspersje, kleje, lateksy</i>	13,0%	17,5%		1,7%			
<i>Media</i>	44,7%	44,8%		40,3%			
<i>Agro</i>	8,0%	6,7%		7,9%			
<i>Pozostałe</i>							
Marża EBIT	7,7%	24,1%		19,3%		21,1%	
Marża zysku netto	5,4%	25,4%		21,4%		17,4%	
P/E 12m		12,5					
EV/EBITDA adj. 12m		8,8					

Źródło: BDM, spółka

PERSPEKTYWY KOLEJNYCH KWARTAŁÓW

Wyniki 1Q'17 były rekordowe w historii spółki, na co złożył się splot pozytywnych, jednorazowych czynników rynkowych zarówno w segmencie kauczukowym (dynamiczny wzrost cen butadienu w Azji przez powódź w Tajlandii i czasowe wyłączenia krakerów), jak i w styrenopochodnych (wzrost notowań styrenu o ok. 50% w 2 miesiące). Obecnie ceny butadienu i styrenu spadły do poziomów z 3Q'16, a spółka będzie musiała zmierzyć się z negatywnym spreadem między notowaniami butadienu w Azji, a w Europie (kupno droższego butadienu w Europie zdecydowanie obniża konkurencyjność spółki w Azji). Jest to pierwsza taka sytuacja od 2Q'14.

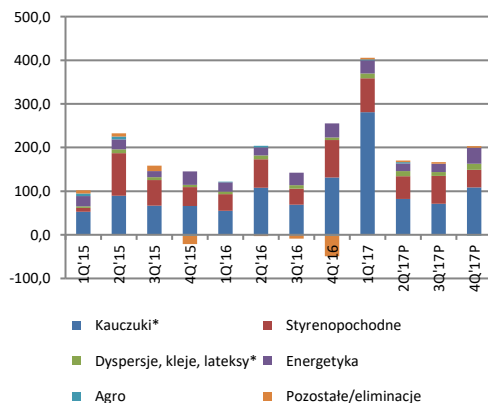
Reasumując, w najbliższych okresach spółka jest w stanie generować EBITDA na poziomie ok. 200 mln PLN/kwartał wobec >400 mln PLN w 1Q'17, z tym że słabszy powinien być okres 2-3Q'17. Tym samym w całym roku EBITDA w wysokości 0,9-1,0 mld PLN jest w zasięgu spółki (ok. 700 mln PLN oczyszczonej EBITDA w 2016 roku). Przy CAPEX >500 mln PLN i dodatkowej, wyższej od oczekiwań dywidendzie (662 mln PLN), mocny wynik nie wystarczy na wygenerowanie pozytywnych FCF, przez co spółka będzie musiała zwiększyć już i tak wysoki poziom zadłużenia.

Wybrane, kwartalne dane finansowe [mln PLN]

	1Q'15	2Q'15	3Q'15	4Q'15	1Q'16	2Q'16	3Q'16	4Q'16	1Q'17	2Q'17P	3Q'17P	4Q'17P	2015	2016	2017P
Przychody	974,1	1 147,2	1 014,5	922,2	1 018,0	1 105,0	1 196,0	1 436,0	1 902,0	1 670,5	1 742,7	1 705,2	4 058,0	4 755,0	7 020,4
Zysk brutto ze sprzedaży	137,1	273,4	193,7	152,8	175,0	232,0	186,0	300,0	474,0	225,4	224,7	257,9	757,0	893,0	1 182,0
EBITDA	101,8	232,6	159,3	123,3	120,0	191,0	145,0	206,0	406,0	169,9	165,3	201,3	617,0	662,0	942,5
Kauczuki*	52,9	89,8	67,0	66,3	55,0	108,0	69,0	131,0	281,0	82,3	71,1	108,9	276,0	363,0	543,3
Styrenopochodne	8,8	97,1	58,4	42,7	38,0	65,0	37,0	86,0	78,0	52,0	63,8	40,1	207,0	226,0	233,9
Dyspersje, kleje, lateksy*	3,9	9,0	6,7	5,5	6,0	9,0	8,0	6,0	11,0	12,0	9,2	13,6	25,0	29,0	45,8
Energetyka	23,0	23,0	13,9	31,1	21,0	18,0	28,0	32,0	30,0	17,1	18,6	37,1	91,0	99,0	102,8
Agro	5,9	6,4	-0,4	-1,9	2,0	4,0	-1,0	-2,0	2,0	3,0	-1,1	-2,1	10,0	3,0	1,9
Pozostałe/eliminacje	7,4	7,3	12,4	-19,1	0,0	-3,0	-8,0	-47,0	4,0	3,6	3,6	3,6	8,0	-58,0	14,9
EBIT	63,5	193,1	119,2	74,3	71,0	142,0	93,0	145,0	346,0	109,8	105,1	141,2	450,0	451,0	702,1
Zysk brutto	100,6	165,3	144,1	57,0	57,0	84,0	96,0	98,0	451,0	103,8	83,2	119,2	467,0	335,0	757,2
Zysk netto	91,6	154,5	135,5	44,3	50,0	58,0	81,0	67,0	365,0	90,1	72,2	103,5	425,9	256,0	630,8
Marża zysku brutto ze sprzedaży	14,1%	23,8%	19,1%	16,6%	17,2%	21,0%	15,6%	20,9%	24,9%	13,5%	12,9%	15,1%	18,7%	18,8%	16,8%
Marża EBITDA	10,5%	20,3%	15,7%	13,4%	11,8%	17,3%	12,1%	14,3%	21,3%	10,2%	9,5%	11,8%	15,2%	13,9%	13,4%
Kauczuki*	11,0%	17,9%	15,5%	14,6%	11,1%	20,2%	13,2%	22,1%	31,4%	10,3%	10,8%	13,4%	14,8%	16,9%	17,2%
Styrenopochodne	2,5%	18,9%	12,3%	12,1%	9,7%	14,8%	6,6%	12,0%	9,3%	7,0%	6,5%	5,3%	12,2%	10,7%	7,1%
Dyspersje, kleje, lateksy*	9,1%	17,0%	13,3%	14,3%	13,0%	16,4%	15,4%	14,3%	17,5%	20,7%	19,9%	25,8%	13,6%	14,9%	20,8%
Energetyka	36,3%	60,5%	25,9%	51,9%	44,7%	34,0%	200,0%	34,8%	44,8%	38,4%	40,5%	55,0%	42,3%	48,1%	45,7%
Agro	21,7%	22,3%	-4,9%	-15,3%	8,0%	13,8%	-7,7%	-14,3%	6,7%	10,2%	-7,9%	-14,5%	13,2%	3,7%	2,2%
Marża EBIT	6,5%	16,8%	11,7%	8,1%	7,0%	12,9%	7,8%	10,1%	18,2%	6,6%	6,0%	8,3%	11,1%	9,5%	10,0%
Marża netto	9,4%	13,5%	13,4%	4,8%	4,9%	5,2%	6,8%	4,7%	19,2%	5,4%	4,1%	6,1%	10,5%	5,4%	9,0%

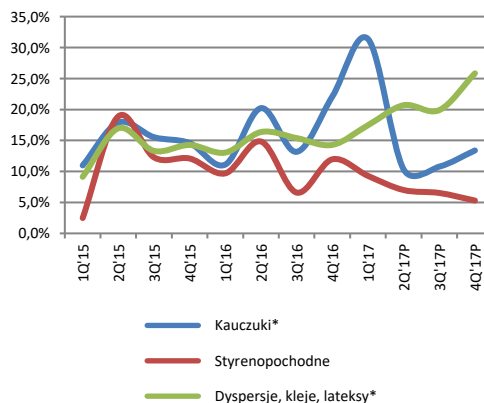
Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. *- Lateksy do 3Q'14 w segmencie kauczuków, od 4Q'15 w dyspersjach i klejach.

Kontrybucja EBITDA [mln PLN] 1Q'15-4Q'17P



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

Marża EBITDA w kluczowych segmentach 1Q'15-4Q'17P



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 2013-2016

W latach 2013-2015 największą inwestycją spółki była instalacja nowoczesnych kauczuków SSBR/Li-PBR w Oświęcimiu (koniec 3Q'15, komercyjna sprzedaż od 2Q'16). Szacujemy, że pełny potencjał operacyjny (przy 100% wykorzystaniu mocy ok 800 mln PLN sprzedaży, 170 mln PLN EBITDA- marża ok. 21% EBITDA) instalacja osiągnie w 2019 roku. Wąskim gardłem instalacji jest elektrociepłownia i ewentualny brak pary technologicznej do produkcji (spółka musi postawić nowy kocioł/spalarnię śmieci do tego czasu).

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 ok. 50 mln PLN).

W sprawozdaniu zarządu za 2015 rok spółka szacowała CAPEX na 2016 rok na ok. 500 mln PLN. Ostatecznie zrealizowała 186 mln PLN, głównie w energetyce (73 mln PLN) i styrenopochodnych (43 mln PLN), co mogło mieć związek z przejętymi aktywami Ineos w sierpniu'16.

CAPEX 2017-2020

W sprawozdaniu zarządu za 2016 rok spółka wskazuje na 3 główne inwestycje nie precyzując wartości inwestycji (w prasie pojawiały się kwoty rzędu 700 mln PLN):

- budowę zakładu formułacji produktów w segmencie Agro (BDM: nieuwzględnione w wycenie z uwagi na brak szczegółów);

- budowę instalacji do produkcji InVento X (BDM: tzw. XEPS, uwzględnione docelowo ok. 40 mln PLN EBITDA);

- zwiększenie mocy wytwórczych kauczuku neodymowego NdPBR (BDM: w sierpniu'16 zwiększenie licencji z Michelin z 80 do 132 tys. ton, uwzględnione w CAPEX 2017 roku, stopniowy wzrost mocy do 2020 roku, potencjalne efekty ok. 90 mln PLN EBITDA- wąskie gardło to zabezpieczenie dostaw butadienu);

Inne inwestycje uwzględnione w wycenie

Zarząd pierwotnie wskazywał, że aby instalacja SSBR mogła pracować na 100% wydajności i zapewnić ciepło do miasta potrzebna jest inwestycja w nowy kocioł parowy (CAPEX rzędu 150-200 mln PLN) lub spalarnia śmieci.

O instalacji spalarni śmieci spółka informowała w sprawozdaniu zarządu za 2015 rok (brak wzmianki w ostatnich raportach). Spółka komunikowała już uzyskanie PnB i wybór GRI. Informacje prasowe wskazywały jednak na problem z zapewnieniem wymaganej ilości odpadów (ok. 150 tys. ton rocznie), co wstrzymuje inwestycję. Spalarnia w Oświęcimiu ma być jedną z dwóch w województwie małopolskim (obok Krakowa). Szacowany CAPEX to ok. 400 mln PLN. Liczymy, że projekt wyjaśni się w ciągu najbliższych miesięcy (info prasowe). Jego brak rodzi ryzyko dla naszych prognoz finansowych. Oprócz niezbędnej pary technologicznej projekt ten generuje w naszym modelu ponad 30 mln PLN oszczędności (przyjęcie śmieci+ oszczędności na paliwie).

Spółka otrzymała już trzy dotacje sfinansowane z środków UE na rozwój działu R&D, a ich kwota to ponad 100 mln PLN. Centrum Badań i Rozwoju zostało zrealizowane w 2015 roku za 107 mln PLN brutto. Wg ogłoszeń o przetargach i dotacjach (www.mapadotacji.gov.pl) obecnie realizowana jest jego rozbudowa kosztem 216 mln PLN (w tym 49 mln PLN dotacji) do 2020 roku.

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 dwie z nich (fabryka XEPS i ŚOR) są najbliższej realizacji. W przypadku fabryki XEPS pojawiała się kwota inwestycji rzędu 210 mln PLN (uwzględniona w wycenie) wobec ok. 150 mln PLN we wniosku o dofinansowanie NCBiR. Komunikowany CAPEX dla fabryki ŚOR miałby mieć wartość 212 mln PLN (nieuwzględnione w wycenie).

Projekty, o których spółka do tej pory szerzej nie wspominała a pojawiły się we wspomnianym komunikacie to:

- fabryka krzemionki HDS (produkt do opon zamiast typowej sadzy);
- druga fabryka SSBR (w związku z rozbudową PBR projekt najmniej realny);

Łączny CAPEX tych inwestycji to ok. 660 mln PLN. Razem z prawdopodobną, ale nie uwzględnioną w wycenie fabryką ŚOR daje to kwotę ok. 870 mln PLN potencjalnych nakładów inwestycyjnych.

Wskazujemy ponadto, że wysłużone kotły parowe elektrociepłowni po 2023 roku zakończą pracę i spółka musi zapewnić inne źródło pary technologicznej. Wiąże się to z inwestycjami rzędu 150-200 mln PLN/kocioł, czego nie zakładamy.

Zmiany planów inwestycyjnych

W poprzednim raporcie kalkulowaliśmy 515 mln PLN CAPEX w 2016 roku i 590 mln PLN w 2017 roku

W 2016 roku spółka zrealizowała CAPEX zaledwie 186 mln PLN (najniżej od 2009 roku) ale zrealizowała wartość 290 mln PLN akwizycję (Ineos EPS).

W 2017 roku oczekujemy przynajmniej 535 mln PLN CAPEX. Wskazujemy jednak, że szacunki te nie uwzględniają projektu ŚOR (wspomniany w raporcie za 2016 rok) i ewentualnych nakładów na modernizację aktywów EPS.

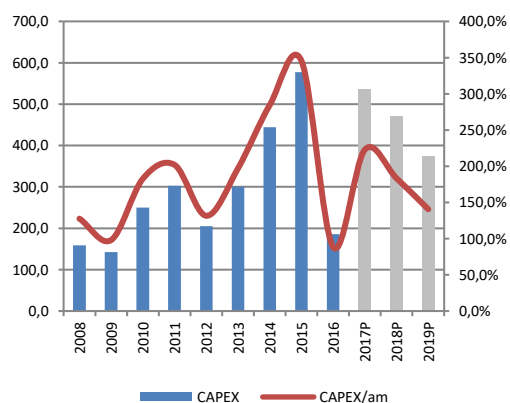
W latach 2018-2019 oczekujemy CAPEX w okolicach 400 mln PLN (gasnąco). Kluczowym projektem w tym okresie ma być spalarnia śmieci. Wskazujemy, że spółka musi zapewnić źródło pary technologicznej dla pełnej utylizacji instalacji SSBR. Gdyby do budowy spalarni śmieci nie doszło, spółka musiałaby zainwestować w nowy kocioł parowy (CAPEX 150-200 mln PLN).

Realizowane i planowane inwestycje [brutto mln PLN]

	moce kt	okres	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	łącznie 2017-2019P
SSBR/Li-PBR	90	2013-2015	67	153	369					
EPS nowe rodzaje		2010-2013								
Spalarnia śmieci*	120-150	2016-2018					80	140	180	400
Rozbudowa PBR Kralupy	52	2016-2017					160			160
Fabryka polistyrenów XEPS	60	2016-2017				12	80	119		199
EC Dwory- turbogenerator		2007-2013	44							
EC Dwory- odsiarczanie/odazotowanie	50	2012-2018		15	25	10	20	17		37
Energetyka-kocioł fluidalny w Dworach	100 MWt	2013-2015	10	50	92					
Zakład formułacji produktów Agro						3				
Utworzenie CBIR nowych technologii		2007-2013	26							
Centrum badawczo rozwojowe		2013-2015	33	69	5					
Rozbudowa CBIR		2014-2020				30	45	45	45	135
Inne+ odtworzeniowe			121	157	86	132	150	150	150	450
RAZEM (uwzględnione w wycenie)			300	444	577	186	535	471	375	1 381
SSBR 2 (Oświęcim)*	?	do 2017 roku								320
Krzemionka HDS (Oświęcim)*	?	do 2017 roku								336
fabryka ŚOR (Oświęcim)*	?	do 2018 roku								212
Modernizacja Ineos	310	?								?
RAZEM (nieuwzględnione w wycenie)										868
RAZEM (uwzględnione+ potencjalne)										2 249

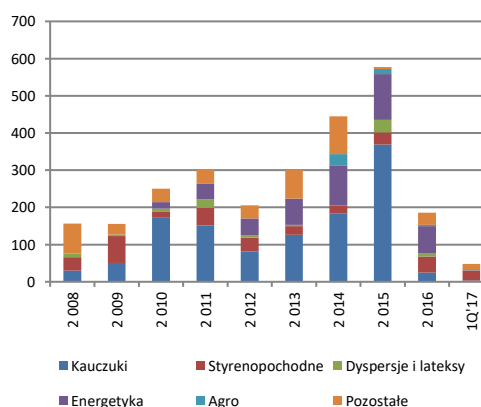
Źródło: BDM S.A., spółka. PAP, mapadotacji.gov.pl. *- inwestycje wymienione w komunikacie po posiedzeniu RM w maju 2014.

CAPEX i CAPEX/amortyzacja 2008-2019P



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

Segmentowy podział CAPEX 2008-1Q'17



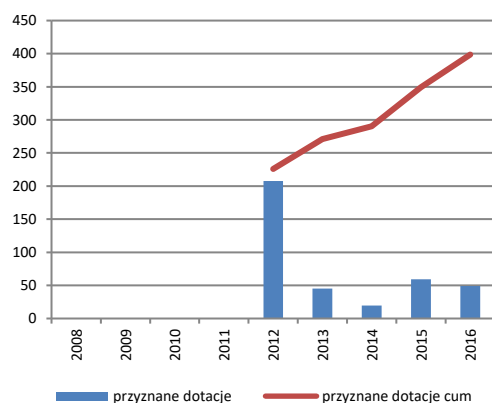
Źródło: BDM S.A., spółka

Dotacje z UE i NCBiR

Spółka bardzo efektywnie korzysta ze wsparcia finansowego z funduszy unijnych. W latach 2012-2016 pozyskała ok. 400 mln PLN, gł. na projekt SSBR zakończony w 2015 roku (147 mln PLN) i w obszarze badań i rozwoju (118 mln PLN).

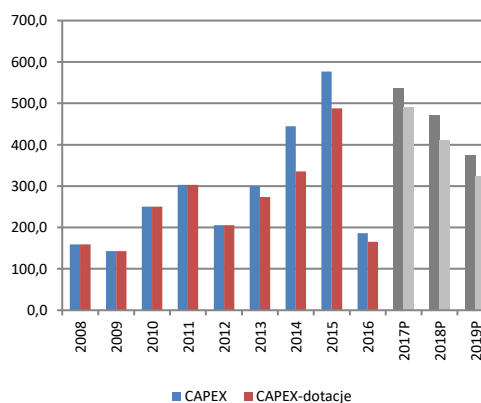
Ok. 240 mln PLN dotacji zostało rozliczonych, co efektywnie pomniejszyło CAPEX w ostatnich latach. W latach 2017-2019 do rozliczenia pozostaje jeszcze blisko 160 mln PLN.

Dotacje przyznane [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka

CAPEX brutto i netto (-dotacje) [mln PLN]



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

KUPNO INEOS STYRENICS

W maju 2016 roku spółka poinformowała o zakupie aktywów styrenowych (EPS) firmy Ineos za ok. 80 mln EUR. W sierpniu'16 transakcja została zakończona i od września'16 aktywa te są konsolidowane.

Nabyte aktywa to 3 fabryki (Breda- Holandia, Wingles, Ribecourt- Francja) zatrudniające ok. 250 ludzi. Moce produkcyjne EPS to ok. 310 tys. ton wobec 340 tys. ton jakie dotychczas spółka posiadała w Oświęcimiu i Kralupach. Łącznie spółka będzie miała moce polistyrenów na poziomie 650 tys. ton 520 tys. ton w EPS (lider w Europie).

Zakupione fabryki są niezintegrowane- bez produkcji styrenu (w Synthos ok. 300 tys. ton mocy styrenu), co znacząco obniża ich konkurencyjność. W związku z tym spółka informowała, że „pozyskanie konkurencyjnego kosztowo styrenu będzie możliwe w dłuższej perspektywie czasowej, w szczególności poprzez rozbudowę nowych zdolności produkcyjnych styrenu i będzie za sobą pociągać znaczne wydatki kapitałowe”. Wskazujemy, że szacowany koszt jednostki styrenowej o wydajności 300 tys. to to CAPEX blisko 0,5 mld USD

Rozliczenie nabycia Ineos EPS i wskaźniki

	mln PLN	
	2016	2017P BDM
Aktywa	616	
Trwałe	287	
RAT	206	
WNIP	69	
Podatek odroczony	12	
Obrotowe	329	
Zapasy	85	
Należności	133	
Środki pieniężne	111	
Pasywa		
Kapitał własny	411	
Zobowiązania i rezerwy	205	
Zobowiązania handlowe	205	
Cena nabycia	403	
Cena nabycia-gotówka (EV)	292	
P/BV	1,0	
EV/sprzedaż		0,2
Marża EBITDA		3,3%
EV/EBITDA		5,7

Źródło: BDM, spółka

DYWIDENDA, SKUP AKCJI I DŁUG NETTO

Dywidendowa epopeja

Od 2011 roku spółka regularnie wypłaca dywidendę. W 2013 roku przyjęła politykę dywidendową zakładającą wypłatę do 100% ubiegłorocznego zysku netto przy wskaźnikach zadłużenia netto w granicach 1-2,5x EBITDA. Rekomendacja zarządu z marca'16 i decyzja WZA z maja'16 o braku dywidendy złamała tę politykę. Oficjalnie została ona odwołana w listopadzie'16.

W lipcu'16 główny akcjonariusz p. Michał Sołtów złożył wniosek o zwołanie WZA w celu zmiany przeznaczenia kapitałów: rezerwowego i zapasowego. We wrześniu'16 WZA przegłosowało uchwałę przeznaczającą 1,09 mld PLN na kapitał rezerwowi z przeznaczeniem na dywidendę. W listopadzie'16 WZA uchwaliło zaliczkę na poczet dywidendy za 2016 rok w kwocie 701 mln PLN i była to druga najwyższa dywidenda w historii spółki (wypłacona pod koniec 2016 roku).

W kwietniu'17 zarząd zarekomendował pozostawienie zysku z 2016 roku w spółce. Tym samym dywidenda z zysku za 2016 rok miała wynieść 701 mln PLN i w całości została wypłacona w zaliczce pod koniec 2016 roku.

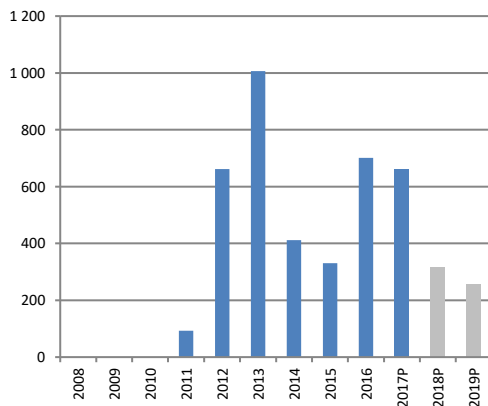
Projekty uchwał na WZA w maju'16 wskazywały na przeznaczenie ubiegłorocznego zysku i pozostałych kapitałów (rezerwowi przeznaczony tylko na dywidendę) oraz niepodzielonych zysków z lat ubiegłych na kapitał przeznaczony na dywidendę, zaliczkę na dywidendę lub skup akcji w celu umorzenia. WZA miało upoważnić zarząd do dysponowania w tym celu kwotą ok. 1,755 mld PLN.

W maju'17 WZA przegłosowało wypłatę 1,03 PLN dywidendy na akcje z zysku za 2016 rok i lat ubiegłych. Łącznie na dywidendę trafi 1,36 mld PLN (662 mln PLN ponad zaliczkę wypłaconą w grudniu'16). Dniem dywidendy jest 15 maja 2017 r., a dniem jej wypłaty 29 maja 2017 r. Poza wypłatą zaliczki 0,53 PLN/akcję 28 grudnia 2016 roku na dywidendę trafi dodatkowo 0,5 PLN/akcję (DY ok. 9%).

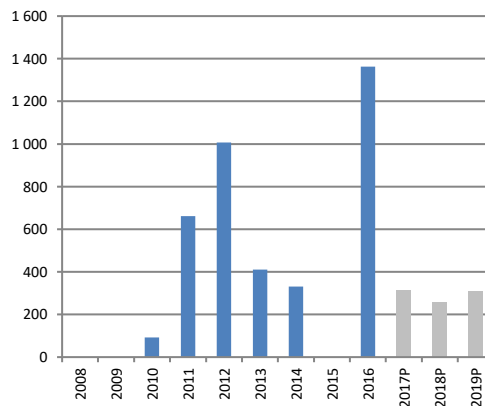
Kwota 1,093 mld PLN pozostaje w gestii zarządu na skup akcji, dywidendę lub zaliczkę na dywidendę.

Pierwotnie oczekiwaliśmy wypłaty jeszcze 0,3 PLN dywidendy na akcję z zysku za 2016 rok ponad zaliczkę 0,53 PLN/akcję wypłaconą w grudniu, choć zarząd rekomendował pozostawienie zysku w spółce, a komentarze do mediów sugerowały bardziej skup akcji własnych rozciągnięty w czasie. Jest to więc kolejna, nieprzewidywalna decyzja głównego akcjonariusza.

Dywidenda w okresie 2008-2019P [mln PLN]*



Dywidenda za okres 2008-2019P [mln PLN]



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne* w 2016 roku spółka wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 2016 rok. Dywidendy z zysku za 2015 nie było.

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

Dług netto

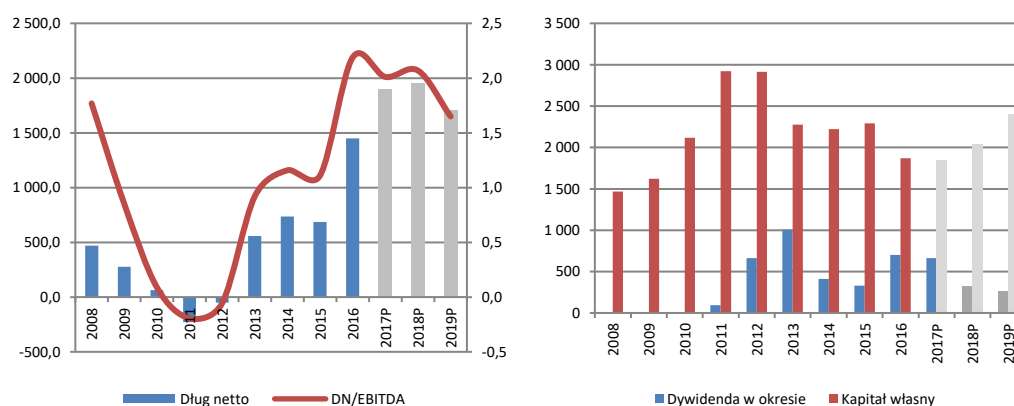
W ostatnich latach spółka została mocno wydrenowana z kapitałów i gotówki. Od 2011 roku wypłaciła 3,9 mld PLN dywidendy (+uchwalona). Kapitał własny zmniejszył się w tym czasie z >2,9 mld PLN do <1,9 mld PLN. W rezultacie tylko z tyt. dywidend wzrosło zadłużenie o ponad 1 mld PLN.

Na koniec 1Q'17 spółka miała 1,34 mld PLN długu netto czyli 1,44x rocznej EBITDA. Mimo bardzo dobrych wyników finansowych w '17 (EBITDA 0,9-1,0 mld PLN) przez dodatkową dywidendę (662 mln PLN) i wyższy CAPEX (>500 mln PLN) spółka będzie musiała kolejny raz zwiększyć zadłużenie. Szacujemy, że zbliży się ono w okolice 1,9 mld PLN netto (2,0x EBITDA), co dla spółki cyklicznej jest dość ryzykownym poziomem. Warto wspomnieć, że ze spółek z tzw. dużej chemii to najwyższe zadłużenie.

W kolejnych latach zakładamy, że jeśli spółka chce realizować program inwestycyjny nakreślony w poprzednim rozdziale tejże rekomendacji i nie przekraczać znacząco wskaźnika DN/EBITDA 2,0x, na dywidendę lub skup akcji będzie trafiać ok 300 mln PLN czyli ok. 4% kapitalizacji.

Podkreślamy, że obecnie spółka operuje na historycznie rekordowych wskaźnikach DN/EBITDA. W 2007/2008 po przejęciu Kaucuk Kralupy dług netto kształtował się w okolicach 1,8x rocznej EBITDA. Średnie zadłużenie w okresie 2004-2016 kształtowało się na poziomie ok. 0,9x DN/EBITDA.

Dług netto [mln PLN] i dług netto/EBITDA [x] 2008-2019P **Kapitał własny a wypłacona dywidenda* [mln PLN]**



Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki własne. LS- dług netto, Źródło: BDM S.A., spółka, szacunki. * dywidenda w okresie PS- dług netto/EBITDA

ZMIANA ZAŁOŻEŃ NA LATA 2016-2018

Nasze prognozy na 2016 rok zostały zrealizowane w punkt. Wyższe przychody to efekt konsolidacji od września'16 aktywów Ineos. Z kolei niższy zysk netto wynika z dodatkowych obciążeń podatkowych (kontrola UKS za 2010-2014 i rezerwa na 2015- łącznie 62 mln PLN). Segmentowo lepszy wynik wypracował biznes styrenowy (bardzo dobre marże na polistyrenach GPPS/HIPS). Strata na pozostałych to efekt odpisów.

Na 2017 rok nasze założenia zostały podwyższone o ponad 20% na poziomie EBITDA głównie z uwagi na doskonałe otoczenie w kauczukach w 1Q'17 (EBITDA +35%), które jest jednak niepowtarzalne w kolejnych okresach (podobna prognoza na 2018).

Na 2018 rok podwyższyliśmy nasze założenia o 12% na poziomie EBITDA głównie z uwagi na segment styrenowy (efekt Ineos, powrót dobrych marż downstream na polistyrenach w związku ze spadkiem cen styrenu).

Zmiana założeń z poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	2016			2017P			2018P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Przychody	4 236,3	4 755,0	12,2%	5 192,5	7 020,4	35,2%	5 928,2	7 676,9	29,5%
EBITDA	667,8	662,0	-0,9%	765,1	942,5	23,2%	842,2	945,0	12,2%
EBIT	456,1	451,0	-1,1%	521,1	702,1	34,7%	571,5	688,0	20,4%
Zysk brutto	332,3	335,0	0,8%	441,1	757,2	71,7%	512,6	590,1	15,1%
Zysk netto	299,1	256,0	-14,4%	397,0	630,8	58,9%	461,3	512,2	11,0%
Marża EBITDA	15,8%	13,9%		14,7%	13,4%		14,2%	12,3%	
Marża EBIT	10,8%	9,5%		10,0%	10,0%		9,6%	9,0%	
Marża netto	7,1%	5,4%		7,6%	9,0%		7,8%	6,7%	
Wolumen ESBR [tys. ton]	275,1	284,9	3,6%	280,3	287,0	2,4%	280,3	295,0	5,3%
Wolumen PBR [tys. ton]	56,0	75,9	35,6%	76,0	79,8	5,0%	96,0	92,4	-3,8%
Wolumen SSBR [tys. ton]	10,0	25,0	150,0%	45,0	46,0	2,2%	63,0	67,5	7,1%
Wolumen styrenopochodne [tys. ton]	316,5	387,6	22,4%	323,5	601,1	85,8%	338,5	659,5	94,9%
Wolumen dyspersji i kleje [tys. ton]	71,2	88,6	24,4%	71,2	93,7	31,6%	71,2	93,7	31,6%
ESBR kontrakt EUR/t	1 447,6	1 434,8	-0,9%	1 579,0	1 838,4	16,4%	1 707,0	1 853,1	8,6%
ESBR spot EUR/t	1 209,1	1 231,9	1,9%	1 318,9	1 859,5	41,0%	1 425,8	1 700,0	19,2%
PBR kontrakt EUR/t	1 410,6	1 404,8	-0,4%	1 546,7	1 956,9	26,5%	1 706,7	2 009,8	17,8%
PBR spot EUR/t	1 330,0	1 355,1	1,9%	1 450,7	2 045,5	41,0%	1 568,4	1 870,0	19,2%
Butadien Western Europe USD/t	725,0	711,7	-1,8%	900,0	1 297,9	44,2%	1 100,0	1 400,0	27,3%
Nafta spot CIF USD/t	349,8	383,3	9,6%	409,6	474,0	15,7%	445,8	464,7	4,2%
Styren Western Europe USD/t	1 230,4	1 157,1	-6,0%	1 439,5	1 298,0	-9,8%	1 565,8	1 271,3	-18,8%
Etylen spot CIF USD/t	914,6	926,3	1,3%	1 070,8	1 014,5	-5,3%	1 165,5	994,4	-14,7%
Benzen spot FOB USD/t	612,0	657,6	7,4%	716,5	907,5	26,7%	779,9	889,6	14,1%

Źródło: BDM S.A. *- rekomendacja Trzymaj 3,9 PLN/akcję z dnia 08.03.2016

Zmiana EBITDA segmentów z poprzedniej rekomendacji* [mln PLN]

	2016			2017P			2018P		
	poprzednio*	faktyczne	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana	poprzednio*	obecnie	zmiana
Kauczuki	386,2	363,0	-6,0%	402,4	543,3	35,0%	479,1	488,6	2,0%
Styrenowe	103,8	226,0	117,7%	205,7	233,9	13,7%	201,8	300,5	48,9%
Dyspersje	43,4	29,0	-33,2%	20,4	45,8	124,2%	26,8	34,1	27,4%
Energetyka	127,0	99,0	-22,0%	129,0	102,8	-20,3%	126,9	125,0	-1,5%
Agro	12,8	3,0	-76,6%	13,1	1,9	-85,5%	13,4	1,8	-86,2%
Inne	-5,4	-58,0		-5,5	14,9		-5,7	-5,0	

Źródło: BDM S.A. *- rekomendacja Trzymaj 3,9 PLN/akcję z dnia 08.03.2016

GŁÓWNE ZAŁOŻENIA I PROGNOZA WYNIKÓW NA LATA 2017-2026

Główne założenia

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Wolumeny tys. ton												
Kauczuki												
ESBR (olejowane i suche)	269	285	287	295	295	295	295	295	295	295	295	295
PBR	57	76	80	92	106	132	132	132	132	132	132	132
SSBR		25	46	68	90	90	90	90	90	90	90	90
Monomery- Rafinat 1	111	87	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159
Polistyreny												
GPPS/HIPS	118	114	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
EPS	183	274	487	530	530	530	530	530	530	530	530	530
XEPS				15	30	57	57	57	57	57	57	57
Dyspersje i kleje	71	89	94	94	94	94	94	94	94	94	94	94
Ceny benchmarkowych produktów EUR/t												
Kauczuki												
ESBR formuła, kontrakt (olejowane i suche)	1 478	1 435	1 838	1 853	1 886	1 867	1 852	1 864	1 875	1 883	1 886	1 890
zmiana r/r	-15,7%	-2,9%	28,1%	0,8%	1,8%	-1,0%	-0,8%	0,6%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%
ESBR Francja IRGS	1 813	1 624	1 983	1 999	2 034	2 014	1 998	2 010	2 023	2 031	2 035	2 038
ESBR spot (USA, Chiny)	1 251	1 232	1 860	1 700	1 700	1 700	1 687	1 697	1 707	1 715	1 718	1 721
zmiana r/r	-16,0%	-1,5%	50,9%	-8,6%	0,0%	0,0%	-0,8%	0,6%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%
PBR formuła, kontrakt	1 414	1 405	1 957	2 010	2 073	2 048	2 024	2 028	2 032	2 036	2 040	2 044
zmiana r/r	-17,0%	-0,7%	39,3%	2,7%	3,1%	-1,2%	-1,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
PBR spot (USA, Chiny)	1 376	1 355	2 045	1 870	1 870	1 870	1 856	1 867	1 878	1 886	1 890	1 893
zmiana r/r	-16,0%	-1,5%	50,9%	-8,6%	0,0%	0,0%	-0,8%	0,6%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%
MTBE spot FOB ARA (rafinat 1)	665	547	615	582	568	561	561	574	587	595	595	595
NR TSR20 (naturalny Singapur)	1 035	1 244	1 601	1 653	1 595	1 560	1 525	1 492	1 492	1 492	1 492	1 492
Polistyreny												
GPPS	1 106	1 075	1 114	1 052	1 026	1 013	1 011	1 034	1 057	1 070	1 069	1 068
HIPS	1 163	1 115	1 165	1 100	1 073	1 059	1 058	1 082	1 106	1 119	1 118	1 117
Ceny benchmarkowych surowców USD/t												
Ropa Brent USD/bbl	54	45	52	51	51	52	53	54	56	56	56	56
zmiana r/r	-46,1%	-16,1%	16,6%	-2,0%	-0,2%	1,0%	2,1%	2,4%	2,3%	1,2%	0,0%	0,0%
Butadien (Europa Zachodnia)	728	712	1 298	1 400	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
zmiana r/r	-42,3%	-2,3%	82,4%	7,9%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Butadien spot FOB (Korea)	904	1 163	1 558	1 400	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500	1 500
zmiana r/r	-31,1%	28,7%	33,9%	-10,1%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Styren (Europa Zachodnia)	1 281	1 157	1 298	1 271	1 268	1 280	1 306	1 336	1 366	1 382	1 381	1 380
Styren spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 039	994	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252
Nafta spot CIF (Europa)	463	383	474	465	464	469	479	490	501	508	508	508
Benzen FOB NWE (Europa)	704	658	908	890	888	897	916	938	960	972	972	972
Etylen spot CIF NWE (Europa)	1 023	926	1 015	994	993	1 003	1 024	1 049	1 073	1 086	1 086	1 086
Etylen spot FOB (USA, Gulf Coast)	1 257	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	4,18	4,36	4,26	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36	4,36
USD/PLN	3,77	3,94	3,91	3,86	3,78	3,69	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61	3,61
EUR/USD	1,11	1,11	1,09	1,13	1,15	1,18	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21	1,21
Teoretyczne marże												
Butadien-nafta EUR/t	135,0	210,2	647,7	726,1	797,4	774,7	747,6	735,8	724,1	717,6	717,6	717,6
Butadien/nafta Ratio	1,6	1,9	2,7	3,0	3,2	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Butadien Korea- Butadien Europa EUR/t	158,5	408,1	238,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ESBR-butadien kontrakt EUR/t	1 156,5	980,8	791,3	758,0	734,3	742,6	754,6	766,8	779,0	787,4	791,1	794,9
ESBR/Butadien Ratio	2,8	2,5	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
NR/SR Ratio	0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Styren-benzen,etylen EUR/t	229,9	233,7	293,2	298,4	293,2	278,6	256,3	237,8	219,2	209,0	209,0	209,0

Źródło: BDM S.A.

Roczne wyniki finansowe w podziale na segmenty [mln PLN]

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	4 058,0	4 755,0	7 020,4	7 676,9	8 033,4	8 258,1	8 222,3	8 329,7	8 437,4	8 502,6	8 515,8	8 529,1
Kauczuki i lateksy	1 870,0	2 146,0	3 164,7	3 706,8	4 091,4	4 286,0	4 246,8	4 265,9	4 285,1	4 299,3	4 307,5	4 315,6
Styrenopochodne	1 697,0	2 111,0	3 317,1	3 436,4	3 390,3	3 417,5	3 412,2	3 490,3	3 568,5	3 610,4	3 607,8	3 605,2
Dyspersje	184,0	195,0	219,7	196,3	212,8	213,4	215,3	218,4	221,6	223,4	223,7	224,0
Energetyka	215,0	206,0	224,8	248,5	248,3	248,9	253,8	258,9	264,1	269,4	274,8	280,3
Agro	76,0	81,0	87,1	88,9	90,6	92,5	94,3	96,2	98,1	100,1	102,1	104,1
Pozostałe/eliminacje	16,0	16,0	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	617,0	662,0	942,5	945,0	1 034,4	1 102,5	1 102,3	1 109,1	1 112,2	1 115,8	1 119,9	1 124,0
Kauczuki i lateksy	276,0	363,0	543,3	488,6	551,1	606,3	598,1	592,3	582,8	578,8	581,4	584,0
Styrenopochodne	207,0	226,0	233,9	300,5	288,7	298,9	307,6	315,8	323,9	327,1	324,2	321,4
Dyspersje	25,0	29,0	45,8	34,1	43,1	45,5	48,0	48,4	48,8	49,0	48,9	48,9
Energetyka	91,0	99,0	102,8	125,0	154,8	155,0	151,9	156,0	160,2	164,5	168,9	173,4
Agro	10,0	3,0	1,9	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2
Pozostałe/eliminacje	8,0	-58,0	14,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6	-5,8	-5,9
EBIT	450,0	451,0	702,1	688,0	768,6	832,2	829,8	835,4	838,0	841,8	847,0	853,6
Kauczuki i lateksy	220,0	275,0	438,5	369,9	426,3	479,9	472,4	468,3	461,4	460,6	467,4	475,6
Styrenopochodne	151,0	159,0	152,7	217,7	204,3	212,8	219,8	226,2	232,5	233,8	229,2	224,4
Dyspersje	15,0	18,0	33,9	22,0	30,8	32,9	35,2	35,3	35,4	35,3	35,0	34,7
Energetyka	58,0	60,0	59,2	80,6	109,5	108,8	104,8	108,0	111,2	114,5	117,9	121,4
Agro	6,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
Pozostałe/eliminacje	0,0	-59,0	19,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	467,0	335,0	757,2	590,1	712,5	781,1	787,5	793,8	807,3	822,2	840,6	860,3
Zysk netto	425,9	256,0	630,8	512,2	618,5	678,0	683,5	689,1	700,7	713,7	729,6	746,8
Marża EBITDA	15,2%	13,9%	13,4%	12,3%	12,9%	13,4%	13,4%	13,3%	13,2%	13,1%	13,2%	13,2%
Kauczuki i lateksy	14,8%	16,9%	17,2%	13,2%	13,5%	14,1%	14,1%	13,9%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%
Styrenopochodne	12,2%	10,7%	7,1%	8,7%	8,5%	8,7%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,0%	8,9%
Dyspersje	13,6%	14,9%	20,8%	17,4%	20,3%	21,3%	22,3%	22,2%	22,0%	21,9%	21,9%	21,8%
Energetyka	42,3%	48,1%	45,7%	50,3%	62,3%	62,3%	59,8%	60,3%	60,7%	61,1%	61,5%	61,9%
Agro	13,2%	3,7%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Marża EBIT	11,1%	9,5%	10,0%	9,0%	9,6%	10,1%	10,1%	10,0%	9,9%	9,9%	9,9%	10,0%
Kauczuki i lateksy	11,8%	12,8%	13,9%	10,0%	10,4%	11,2%	11,1%	11,0%	10,8%	10,7%	10,9%	11,0%
Styrenopochodne	8,9%	7,5%	4,6%	6,3%	6,0%	6,2%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,2%
Dyspersje	8,2%	9,2%	15,4%	11,2%	14,5%	15,4%	16,3%	16,2%	16,0%	15,8%	15,7%	15,5%
Energetyka	27,0%	29,1%	26,3%	32,4%	44,1%	43,7%	41,3%	41,7%	42,1%	42,5%	42,9%	43,3%
Agro	7,9%	-2,5%	-2,4%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
Marża netto	10,5%	5,4%	9,0%	6,7%	7,7%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,4%	8,6%	8,8%
Zmiana r/r												
Przychody	-12,1%	17,2%	47,6%	9,4%	4,6%	2,8%	-0,4%	1,3%	1,3%	0,8%	0,2%	0,2%
Kauczuki i lateksy	-19,0%	14,8%	47,5%	17,1%	10,4%	4,8%	-0,9%	0,5%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%
Styrenopochodne	-10,9%	24,4%	57,1%	3,6%	-1,3%	0,8%	-0,2%	2,3%	2,2%	1,2%	-0,1%	-0,1%
Dyspersje	8,6%	6,0%	12,7%	-10,6%	8,4%	0,3%	0,9%	1,5%	1,4%	0,8%	0,1%	0,1%
Energetyka	9,6%	-4,2%	9,1%	10,5%	-0,1%	0,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Agro	-	6,6%	7,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	-2,9%	7,3%	42,4%	0,3%	9,5%	6,6%	0,0%	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
Kauczuki i lateksy	-20,2%	31,5%	49,7%	-10,1%	12,8%	10,0%	-1,4%	-1,0%	-1,6%	-0,7%	0,5%	0,4%
Styrenopochodne	30,0%	9,2%	3,5%	28,5%	-3,9%	3,5%	2,9%	2,6%	2,6%	1,0%	-0,9%	-0,9%
Dyspersje	142,9%	16,0%	57,8%	-25,4%	26,3%	5,6%	5,5%	0,8%	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%
Energetyka	27,2%	8,8%	3,8%	21,6%	23,8%	0,2%	-2,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
Agro	-	-70,0%	-36,7%	-2,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT	-6,2%	0,2%	55,7%	-2,0%	11,7%	8,3%	-0,3%	0,7%	0,3%	0,5%	0,6%	0,8%
Kauczuki i lateksy	-27,5%	25,0%	59,5%	-15,7%	15,3%	12,6%	-1,6%	-0,9%	-1,5%	-0,2%	1,5%	1,8%
Styrenopochodne	37,4%	5,3%	-4,0%	42,6%	-6,2%	4,2%	3,3%	2,9%	2,8%	0,6%	-2,0%	-2,1%
Dyspersje	307,7%	20,0%	88,3%	-35,0%	39,7%	7,0%	6,8%	0,3%	0,3%	-0,2%	-0,8%	-0,8%
Energetyka	38,2%	3,4%	-1,3%	36,0%	35,9%	-0,6%	-3,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%
Argo	-	-	3,0%	6,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Zysk brutto	9,4%	-28,3%	126,0%	-22,1%	20,7%	9,6%	0,8%	0,8%	1,7%	1,9%	2,2%	2,4%
Zysk netto	19,4%	-39,9%	146,4%	-18,8%	20,7%	9,6%	0,8%	0,8%	1,7%	1,9%	2,2%	2,4%

Źródło: BDM S.A.

DANE I WSKAŹNIKI FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	2 545,0	2 799,0	3 094,8	3 308,9	3 416,8	3 493,4	3 554,0	3 605,2	3 647,6	3 679,8	3 700,9	3 708,7
Wartości niematerialne i prawne	237,0	252,0	280,9	312,2	343,3	373,6	401,0	427,0	451,7	474,8	496,0	515,7
Rzeczowe aktywa trwałe	2 287,0	2 472,0	2 738,8	2 921,8	2 998,4	3 044,8	3 077,9	3 103,2	3 120,9	3 130,1	3 129,8	3 118,0
Aktywa obrotowe	2 247,0	2 837,0	2 656,8	2 818,9	3 166,5	3 486,2	2 522,6	2 581,8	2 658,9	2 748,0	2 801,4	2 878,1
Zapasy	467,0	551,0	780,0	853,0	892,6	917,6	913,6	925,5	937,5	944,7	946,2	947,7
Należności krótkoterminowe	729,0	1 134,0	1 219,1	1 328,5	1 387,9	1 425,4	1 419,4	1 437,3	1 455,2	1 466,1	1 468,3	1 470,5
Inwestycje krótkoterminowe	1 051,0	1 152,0	657,6	637,5	886,0	1 143,3	189,6	219,0	266,2	337,1	386,9	459,9
-środki pieniężne i ekwiwalenty	1 051,0	1 152,0	657,6	637,5	886,0	1 143,3	189,6	219,0	266,2	337,1	386,9	459,9
Aktywa razem	4 792,0	5 636,0	5 751,5	6 127,9	6 583,2	6 979,6	6 076,6	6 187,1	6 306,5	6 427,8	6 502,2	6 586,8
Kapitał (fundusz) własny	2 292,2	1 870,0	1 839,2	2 036,0	2 398,4	2 767,1	3 111,7	3 459,0	3 815,1	4 178,5	4 551,2	4 933,2
Kapitał (fundusz) podstawowy	39,7	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
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
Zysk zatrzymane/ niepokryte straty	2 213,0	1 768,0	1 737,2	1 934,0	2 296,4	2 665,1	3 009,7	3 357,0	3 713,1	4 076,5	4 449,2	4 831,2
Zysk (strata) netto okresu	425,9	256,0	630,8	512,2	618,5	678,0	683,5	689,1	700,7	713,7	729,6	746,8
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	2 486,3	3 753,0	3 899,3	4 078,9	4 171,9	4 199,5	2 951,9	2 715,1	2 478,4	2 236,4	1 938,0	1 640,6
Rezerwy na zobowiązania	38,8	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0	125,0
Zobowiązania długoterminowe	1 764,5	2 656,0	2 607,5	2 647,2	2 647,2	2 647,2	1 404,0	1 154,0	904,0	654,0	354,0	77,0
-oprocentowane	32,0	827,0	827,0	827,0	827,0	827,0	1 327,0	1 077,0	827,0	577,0	277,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	450,0	735,0	884,7	965,4	1 009,2	1 036,8	1 032,4	1 045,6	1 058,9	1 066,9	1 068,5	1 048,1
-oprocentowane	21,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	0,0
Pasywa razem	4 792,0	5 636,0	5 751,5	6 127,9	6 583,2	6 979,6	6 076,6	6 187,1	6 306,5	6 427,8	6 502,2	6 586,8

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody netto ze sprzedaży	4 058,0	4 755,0	7 020,4	7 676,9	8 033,4	8 258,1	8 222,3	8 329,7	8 437,4	8 502,6	8 515,8	8 529,1
Koszty produktów, tow. i materiałów	3 301,0	3 862,0	5 838,4	6 489,2	6 747,8	6 895,9	6 856,4	6 949,7	7 046,1	7 100,3	7 102,8	7 103,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	757,0	893,0	1 182,0	1 187,7	1 285,6	1 362,3	1 366,0	1 380,1	1 391,3	1 402,4	1 413,0	1 425,2
Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu	290,0	355,0	436,1	453,8	469,0	480,3	483,8	491,8	499,9	506,8	512,2	517,7
Zysk (strata) na sprzedaży	467,0	538,0	745,9	733,9	816,6	882,0	882,1	888,3	891,5	895,6	900,8	907,5
Saldo pozostałej działalności operacyjnej	-1,0	-57,0	-8,2	-7,5	-7,8	-8,6	-11,2	-11,2	-11,2	-11,2	-11,2	-11,2
EBITDA	617,0	662,0	942,5	945,0	1 034,4	1 102,5	1 102,3	1 109,1	1 112,2	1 115,8	1 119,9	1 124,0
EBIT	450,0	451,0	702,1	688,0	768,6	832,2	829,8	835,4	838,0	841,8	847,0	853,6
Saldo działalności finansowej	17,0	-116,0	55,1	-97,9	-56,1	-51,1	-42,3	-41,5	-30,8	-19,6	-6,4	6,8
Zysk (strata) brutto	467,0	335,0	757,2	590,1	712,5	781,1	787,5	793,8	807,3	822,2	840,6	860,3
Zysk (strata) netto	425,9	256,0	630,8	512,2	618,5	678,0	683,5	689,1	700,7	713,7	729,6	746,8

CF [mln PLN]	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	732,0	482,0	709,9	765,4	885,2	964,6	1 003,9	987,7	989,0	997,2	1 006,9	1 008,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-284,0	-414,0	-474,2	-400,5	-310,8	-328,3	-321,4	-322,6	-313,4	-301,9	-288,4	-271,5
Przepływy z działalności finansowej	-182,5	8,0	-729,8	-385,1	-325,8	-379,0	-1 636,1	-635,7	-628,5	-624,3	-668,8	-663,8
Przepływy pieniężne netto	265,5	76,0	-494,0	-20,2	248,5	257,3	-953,7	29,4	47,1	71,0	49,7	73,1
Środki pieniężne na początek okresu	783,6	1 051,0	1 152,0	657,6	637,5	886,0	1 143,3	189,6	219,0	266,2	337,1	386,9
Środki pieniężne na koniec okresu	1 051,0	1 152,0	657,6	637,5	886,0	1 143,3	189,6	219,0	266,2	337,1	386,9	459,9

Źródło: BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	17%	48%	9%	5%	3%	0%	1%	1%	1%	0%	0%
EBITDA zmiana r/r	7%	42%	0%	9%	7%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
EBIT zmiana r/r	0%	56%	-2%	12%	8%	0%	1%	0%	0%	1%	1%
Zysk netto zmiana r/r	-40%	146%	-19%	21%	10%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Marża brutto na sprzedaży	19%	17%	15%	16%	16%	17%	17%	16%	16%	17%	17%
Marża EBITDA	14%	13%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Marża EBIT	9%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża brutto	7%	11%	8%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Marża netto	5%	9%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%
COGS / przychody	81%	83%	85%	84%	84%	83%	83%	84%	84%	83%	83%
SG&A / przychody	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
SG&A / COGS	9%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
ROE	14%	34%	25%	26%	24%	22%	20%	18%	17%	16%	15%
ROA	8%	9%	5%	11%	8%	9%	10%	11%	11%	11%	11%
Dług	2 601,0	2 552,5	2 592,2	2 592,2	2 592,2	1 349,0	1 099,0	849,0	599,0	299,0	0,0
D / (D+E)	46%	44%	42%	39%	37%	22%	18%	13%	9%	5%	0%
D / E	86%	80%	73%	65%	59%	29%	22%	16%	10%	5%	0%
Odsetki / EBIT	-26%	8%	-14%	-7%	-6%	-5%	-5%	-4%	-2%	-1%	1%
Dług / kapitał własny	138%	138%	127%	107%	93%	43%	32%	22%	14%	7%	0%
Dług netto	1 449,0	1 894,9	1 954,7	1 706,2	1 448,9	1 159,4	880,0	582,8	261,9	-87,9	-459,9
Dług netto / kapitał własny	77%	103%	96%	71%	52%	37%	25%	15%	6%	-2%	-9%
Dług netto / EBITDA	2,2	2,0	2,1	1,6	1,3	1,1	0,8	0,5	0,2	-0,1	-0,4
Dług netto / EBIT	3,2	2,7	2,8	2,2	1,7	1,4	1,1	0,7	0,3	-0,1	-0,5
EV	8 726,9	9 172,8	9 232,6	8 984,1	8 726,7	8 437,2	8 157,8	7 860,7	7 539,7	7 190,0	6 817,9
Dług / EV	30%	28%	28%	29%	30%	16%	13%	11%	8%	4%	0%
CAPEX / Przychody	4%	8%	6%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
CAPEX / Amortyzacja	88%	223%	183%	141%	128%	122%	119%	115%	112%	108%	103%
Amortyzacja / Przychody	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Zmiana KO / Przychody	3%	3%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	18%	8%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Wskaźniki rynkowe	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
MC/S*	1,5	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
P/E*	28,4	11,5	14,2	11,8	10,7	10,6	10,6	10,4	10,2	10,0	9,7
P/BV*	3,9	3,9	3,6	3,0	2,6	2,3	2,1	1,9	1,7	1,6	1,5
P/CE*	15,6	8,4	9,5	8,2	7,7	7,6	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2
EV/EBITDA*	13,2	9,7	9,8	8,7	7,9	7,7	7,4	7,1	6,8	6,4	6,1
EV/EBIT*	19,4	13,1	13,4	11,7	10,5	10,2	9,8	9,4	9,0	8,5	8,0
EV/S*	1,8	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8
BVPS	1,4	1,4	1,5	1,8	2,1	2,4	2,6	2,9	3,2	3,4	3,7
EPS	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
CEPS	0,4	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
FCFPS	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0
DPS w okresie	0,53	0,50	0,24	0,19	0,23	0,26	0,26	0,26	0,26	0,27	0,28
Payout ratio	164,7%	258,4%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
DY*	4,5%	9,6%	9,1%	4,3%	3,5%	4,2%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%	4,9%

Źródło: BDM S.A. * obliczenia przy cenie 5,5 PLN.

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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 stałą

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Brymora

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

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	dzień publikacji	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	5,00	trzymaj	3,47	11.05.2017	10:52 CEST	5,50	62 304
Trzymaj	3,47*	Akumuluj	4,07*	08.03.2016		3,76	46 706,7
Akumuluj	4,07*	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 2Q'17:

Kupuj	2	33%
Akumuluj	2	33%
Trzymaj	0	0%
Redukuj	2	33%
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 dodatknej 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 dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.05.2017 roku 10:52 CEST, a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 15.05.2017 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 11.05.2017 roku:

- BDM nie 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.

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.