



Dom Maklerski

mDomMaklerski.pl

wtorek, 15 marca 2016 | aktualizacja raportu

Grupa Synthos: redukuje (obniżona)

SNS.PW; SNS.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Brak dywidendy = brak premii do spółek porównywalnych

Brak wypłaty dywidendy naszym zdaniem powoduje, że inwestorzy większą uwagę zwrócą na fundamenty Spółki. Otoczenie dla producentów kauczuków syntetycznych pozostaje trudne, a dodatkowo Synthos do połowy 3Q'16 będzie odczuwał ograniczenie dostaw surowców strategicznych z rafinerii w Litwinowie (Unipetrol). Obecnie według naszych prognoz Grupa Synthos notowana jest z około 8-17% premią na wskaźnikach P/E'16-18 oraz 58-72% premią na wskaźnikach EV/EBITDA'16-18. Według nas brak wypłaty dywidendy przez Synthos przy spadku skonsolidowanego wyniku netto Grupy w 1-3Q'16 o około 35-45% powodować będzie zmniejszenie dotychczasowej premii do spółek porównywalnych. Gdyby wziąć pod uwagę jedynie wycenę porównawczą to wartość Grupy Synthos na jedną akcję wyniosłaby jedynie 2,6 PLN. Obniżamy naszą prognozę wyniku EBITDA na 2016 rok o 9% oraz wyniku netto o 17%. Wyznaczamy naszą wycenę dla akcji Synthos na poziomie 3,39 PLN (poprzednio 3,79 PLN), a rekomendację obniżamy do redukuje (wcześniej trzymaj).

Makro nie faworyzuje producentów bez integracji pionowej

W końcu 2015 roku w Europie nawet 28% mocy produkcyjnych butadienu było wyłączonych, co przełożyło się na wzrost relacji butadienu do ropy (w II'16 relacja wzrosła do poziomu 1,9x). Obecnie około 50% wolumenu produkcji kauczuków Grupy Synthos znajduje się w Czechach, które odcięte są od dostaw surowców strategicznych z unieruchomionej rafinerii w Litwinowie. Kluczowym z punktu widzenia Synthosu w 1-3Q'16 jest spadek różnicy pomiędzy cenami kauczuku syntetycznego a cenami butadienu. Obecnie w Azji spadła ona do poziomu najniższego od 3 lat.

Presja ze strony cen kauczuków naturalnych

Negatywnym czynnikiem powodującym zawężenie się różnicy pomiędzy cenami kauczuków syntetycznych a butadienu jest naszym zdaniem presja cenowa kauczuku naturalnego. Ten ostatni produkowany jest głównie w rozwijających się krajach azjatyckich (Malezja, Tajlandia i Indonezja odpowiadają za 70% wolumenu produkcji), które w 2015 roku doświadczyły istotnego osłabienia się walut lokalnych. To z kolei przełożyło się na zwiększenie konkurencyjności eksporterów. Przy wzroście cen ropy naftowej i butadienu marże dla niezintegrowanych producentów prawdopodobnie w dalszym ciągu będą się zawężać.

Brak dywidendy z zysku za 2015 rok

Zarząd Synthosu poinformował o rekomendacji przeznaczenia całego wypłacanego wyniku netto z 2015 roku na kapitał zapasowy. Decyzja Zarządu jest zaskoczeniem dla rynku (wcześniej konsensus wynosił 0,23 PLN/akcja), gdyż aktualna polityka dywidendowa zakładała wypłatę do 100% wypłacanego zysku akcjonariuszom, jeżeli wskaźnik długu netto do EBITDA wynosi między 1-2,5x (na koniec 2015 roku 1,1x).

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 618,8	4 058,0	4 199,0	4 600,3	5 218,9
EBITDA	635,8	617,0	591,0	669,6	714,8
marża EBITDA	13,8%	15,2%	14,1%	14,6%	13,7%
EBIT	479,6	450,0	405,1	496,8	581,2
Zysk netto	356,9	426,0	302,3	376,0	445,1
DPS	0,31	0,25	0,00	0,14	0,20
DYield	8,5%	6,8%	0,0%	3,7%	5,4%
P/E	13,6	11,4	16,0	12,9	10,9
P/CE	9,4	8,2	9,9	8,8	8,4
P/BV	2,2	2,1	1,9	1,7	1,6
EV/EBITDA	8,8	8,9	9,6	8,4	7,7

Cena bieżąca	3,66 PLN
Cena docelowa	3,39 PLN
Kapitalizacja	4,8 mld PLN
Free float	1,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	10,11 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Michał Sołowow 62,46%

Pozostali 37,54%

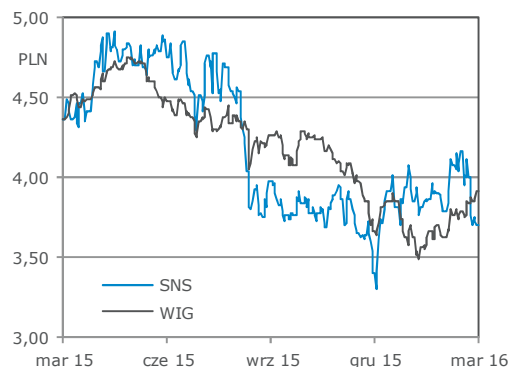
Strategia dotycząca sektora

Po dobrej dla producentów kauczuków syntetycznych 1H'15, w drugiej połowie roku spadające ceny butadienu w Azji oraz zniżające ceny kauczuków naturalnych znacząco zmieniły perspektywę na koniec 2015 roku i pierwsze miesiące 2016 roku. Dynamiczny spadek cen kauczuków naturalnych i pogorszenie konkurencyjności cenowej kauczuków syntetycznych budzą obawy o marżę na sprzedaży w 2016 roku. Malezja, Indonezja i Tajlandia, które dostarczają ponad 70% łącznej podaży kauczuków naturalnych odczuły w 2015 roku wyraźny spadek lokalnych walut w relacji do dolara, co zwiększyło ich pozycję konkurencyjną na światowych rynkach. Odbijające ceny ropy naftowej mogą przełożyć się na zmniejszenie konkurencyjności cenowej kauczuków syntetycznych i spadek ich wolumenu sprzedaży.

Profil spółki

Synthos to zintegrowany pionowo producent kauczuków syntetycznych (SBR i PBR; 375 tys. ton), lateksów (28 tys. ton) oraz wyrobów styrenowych (EPS, GPPS, HIPS, XPS; 356 tys. ton). Spółka prowadzi działalność w Polsce (Oświęcim) oraz Republice Czeskiej (Kralupy). Około 45% produkcji trafia na rynki, w których prowadzona jest produkcja, a pozostała część do Europy Zachodniej i Chin.

Kurs akcji SNS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Synthos	3,39	3,79	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Synthos	3,66	3,39	-7,3%

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)

EBIT - Zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE - wartość księgowa

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

MC/S - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA - EBITDA / Przychody ze sprzedaży

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku S.A. nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

Jest możliwe, że Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Synthos

rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj
data wydania	2015-11-10	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	3,91	3,96
WIG w dniu rekomendacji	49428,71	44294,89

Michał Marczak
członek zarządu
tel. +48 22 438 24 01
michal.marczak@mdm.pl
strategia, surowce, metale

Departament analiz:

Kamil Kliszc
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mdm.pl
paliwa, chemia, energetyka

Michał Konarski
tel. +48 22 438 24 05
michal.konarski@mdm.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mdm.pl
przemysł

Paweł Szpigiel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mdm.pl
media, IT

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybala@mdm.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz
tel. +48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mdm.pl
handel

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

Piotr Gawron
dyrektor
tel. +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mdm.pl

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mdm.pl

Zespół Prywatnego Maklera:

Jarosław Banasiak
dyrektor biura aktywnej sprzedaży
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-082 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

Krzysztof Bodek
tel. +48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mdm.pl

Michał Jakubowski
tel. +48 22 697 47 44
michal.jakubowski@mdm.pl

Tomasz Jakubiec
tel. +48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mdm.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM
tel. +48 22 697 48 16
szymon.kubka@mdm.pl

Anna Łagowska
tel. +48 22 697 48 25
anna.lagowska@mdm.pl

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 48 46
jedrzej.lukomski@mdm.pl

Paweł Majewski
tel. +48 22 697 49 68
pawel.majewski@mdm.pl

Adam Mizera
tel. +48 22 697 48 76
adam.mizera@mdm.pl

Adam Prokop
tel. +48 22 697 47 90
adam.prokop@mdm.pl

Michał Roźmiej
tel. +48 22 697 49 85
michal.rozmiej@mdm.pl