

wtorek, 17 stycznia 2017 | aktualizacja raportu

Grupa Synthos: sprzedaż (podtrzymana)

SNS PW; SNS.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Krótkotrwała poprawa wyników

Ceny kauczuków syntetycznych wyraźnie odreagowały w Azji w końcu 2016 r. wraz z drożącymi w Chinach kauczukami naturalnymi. Przyczyną były pogodowe ograniczenia importu z Tajlandii oraz wysoka sprzedaż samochodów osobowych w Chinach w końcu roku. W XI'16 import kauczuków zaczął wracać do normy, a w 2017 r. istnieje ryzyko, że tamtejszy rząd nie przedłuży zwolnień podatkowych na zakup nowych aut (do poj. 1,6l), które obowiązywały od X'15. Oczekujemy, że obydwa czynniki przełożą się na spadek notowań kauczuków naturalnych, a w ślad za nimi także syntetycznych. Ponadto, oczekujemy spadku ceny butadienu, na co składać się będzie powrót do pracy krakerów butadienowych w Chinach, których duża ilość została wyłączona na czas modernizacji w okresie X-XI'16. Naszym zdaniem sprzyjające otoczenie w segmencie kauczuków pozwoli na wypracowanie bardzo dobrych rezultatów w okresie 4Q'16 oraz 1Q'17 (283 i 335 mln PLN EBITDA). W kolejnych okresach oczekujemy jednak normalizacji wyników, co oznaczać będzie, że Synthos obecnie na lata 2017-18 notowany jest z 30-80% premią do spółek porównywalnych na wskaźniku EV/EBITDA. Podwyższamy nasze prognozy na rok 2017 oraz uwzględniamy przejęcie aktywów styrenowych od INEOS. Podwyższamy naszą wycenę akcji Synthos z 2,86 PLN do 3,72 PLN, ale podtrzymujemy rekomendację sprzedaż.

Wzrost cen kauczuków przez opóźnienia importu z Tajlandii

W X'16 import kauczuków naturalnych do Chin spadł niespodziewanie o 14% r/r i był to pierwszy taki przypadek od 2015 roku. Przyczyną tego był 35% r/r spadek importu z Tajlandii w okresie VII-X'16. W XI'16 wolumeny się ustabilizowały, a dynamika spadku z Tajlandii wyniosła jedynie 4% r/r. Całkowity wolumen importu kauczuków naturalnych w XI'16 był o ponad 11% r/r wyższy, głównie za sprawą przyspieszenia importu z Indonezji i Malesji (dynamika importu z nich w XI'16 wyniosła ponad 40% r/r).

Powrót produkcji wyłączonych krakerów butadienu

Obecnie według Nexant udział wyłączonych instalacji produkcji butadienu w Europie sięga 28% i jest to najwyższy poziom od lat 2008-09. Aktualna wysoka relacja cen butadienu do ropy powinna zachęcać graczy do wznowienia produkcji, co powodować będzie spadek tej relacji.

Ceny butadienu nieadekwatnie wysokie do cen kauczuków

Ceny butadienu w Azji rosnące znacznie dynamiczniej niż kauczuków syntetycznych spowodowały, że marża niezintegrowanych producentów kauczuków spadła do 3-letniego minimum. W dłuższym terminie taka nierównowaga pomiędzy cenami butadienu a kauczukami syntetycznymi jest nie do utrzymania, co generować będzie presję na spadki cen butadienu.

Słabsze perspektywy dla segmentu produktów styrenowych

Marża na produkcji produktów styrenowych spadła w końcu 2016 roku wraz ze wzrostami cen benzenu i etylenu. Oczekiwane przez nas wzrosty cen benzenu i etylenu w 2017 roku będą naszym zdaniem budować presję na rentowność segmentu produktów styrenowych. W ostatnich dwóch latach był on beneficjentem niskich cen ropy naftowej, gdyż ceny produktów końcowych nie spadały tak dynamicznie jak etylenu i benzenu.

(mln PLN)	2014	2015	2016P	2017P	2018P
Przychody	4 618,8	4 058,0	4 811,9	6 797,3	7 251,6
EBITDA	635,8	617,0	739,0	930,9	789,0
marża EBITDA	13,8%	15,2%	15,4%	13,7%	10,9%
EBIT	479,6	450,0	519,5	656,6	516,2
Zysk netto	356,9	426,0	376,4	480,5	365,2
DPS	0,31	0,25	0,53	0,17	0,25
DYield	5,9%	4,7%	10,0%	3,2%	4,8%
P/E	19,7	16,5	18,6	14,6	19,2
P/CE	13,7	11,8	11,8	9,3	11,0
P/BV	3,2	3,1	3,6	3,2	3,1
EV/EBITDA	12,2	12,5	11,4	9,2	11,0

Cena bieżąca	5,30 PLN
Cena docelowa	3,72 PLN
Kapitalizacja	7,0 mld PLN
Free float	2,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	14,90 mln PLN

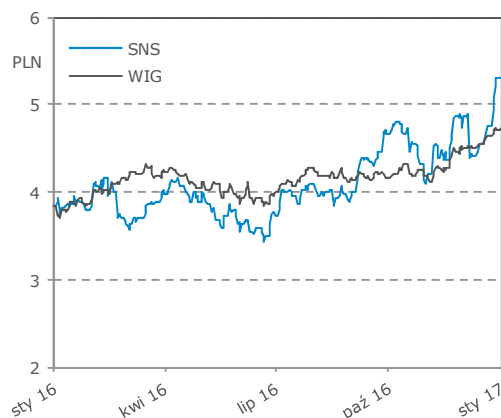
Struktura akcjonariatu

Michał Sołowow	62,46%
OFE Aviva BZ WBK	5,05%
Pozostali akcjonariusze	32,49%

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; 600 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. Spółka w 2016 roku kupiła aktywa do produkcji styrenu w Europie Zachodniej, dzięki czemu stała się liderem na rynku tego wyrobu w Europie.

Kurs akcji SNS na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Synthos	3,72	2,86	sprzedaż	sprzedaż

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Synthos	5,30	3,72	-29,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2016P	2017P	2018P
Przychody	+14,6%	+47,8%	+38,9%
EBITDA	+25,0%	+39,0%	+10,4%
Zysk netto	+24,5%	+27,8%	-17,9%

Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.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
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
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
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

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

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 od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

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 uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił 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.

mBank 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.

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.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem opracowania oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem opracowania (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 17 stycznia 2017 o godzinie 08:45.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 17 stycznia 2017 o godzinie 08:45.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały mogący dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku 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 stosowanych w rekomendacjach:

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 progностycznych 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.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń progностycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki Synthos wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaj	trzymaj	redukuj	trzymaj
data wydania	2016-11-04	2016-07-05	2016-03-15	2016-02-02
kurs z dnia rekomendacji	4,57	3,54	3,66	3,96
WIG w dniu rekomendacji	47 899,61	44 294,15	47 299,51	44 294,89

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
tel. +48 22 438 24 02
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, chemia, energetyka

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

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

Jakub Szkopek
tel. +48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia

Paweł Szpigieli
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigieli@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

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

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

Mateusz Choromański, CFA
tel. +48 22 697 47 44
mateusz.choromanski@mbank.pl

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

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

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

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

Jędrzej Łukomski
tel. +48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
tel. +48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Wojciech Wysocki
tel. +48 22 697 48 46
wojciech.wysocki@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Mariusz Adamski
tel. +48 22 697 48 47
mariusz.adamski@mbank.pl

Biuro Aktywnej Sprzedaży

Kamil Szymański
dyrektor
tel. +48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
tel. +48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl