

piątek, 13 listopada 2015 | komentarz specjalny

Grupa Synthos – Wyniki 3Q'15

Rekomendacja: trzymaj | cena docelowa: 4,07 PLN | cena bieżąca: 3,94 PLN

SNS PW; SNS.WA | Przemysł chemiczny, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Wyniki Grupy Synthos za 3Q'15 okazały się zbliżone do konsensusu rynkowego (EBITDA -0,5% vs. oczekiwań) oraz nieznacznie poniżej naszych prognoz (EBITDA -9,8% vs. nasze szacunki). Na poziomie działalności finansowej Synthos zaksięgował pozytywny efekt na sprzedaży akcji Echo Investment (+42,1 mln PLN) powyżej wartości księgowej. Jeśli wynik netto oczyścimy o te zdarzenie jednorazowe to wyniósłby on 89,3 mln PLN vs. nasze szacunki 91,1 mln PLN oraz konsensus 89,0 mln PLN. Naszym zdaniem w rezultatach pozytywnie zaskakuje wysoki przepływ gotówki z działalności operacyjnej (+614 mln PLN za 9M'15) oraz niskie zadłużenie netto po sprzedaży akcji Echo (759,8 mln PLN na koniec 3Q'15; 1,0x EBITDA'12M). To z kolei naszym zdaniem może w krótkim okresie zwiększyć apetyt na dywidendę z zysku za 2015 rok. Naszą prognozę DPS z zysku za 2015 rok (0,20 PLN/akcję) należałoby uznać za możliwą minimalną wartość dywidendy, jaką Spółka jest w stanie wypłacić akcjonariuszom w 2016 roku. Same wyniki 3Q'15 oceniamy neutralnie. Zarząd przy okazji publikacji poinformował, że udało mu się zakontraktować całą zaplanowaną przez niego sprzedaż nowej instalacji SSBR na 2016 rok. Dodał również, że wznowienie dostaw surowców z rafinerii w Litwinowie (Unipetrol) będzie możliwe po wznowieniu pracy krakera, które planowane jest na lipiec 2016 roku (scenariusz bazowy dla naszych prognoz na 2016 rok).

W 3Q'15 skonsolidowane przychody ze sprzedaży Grupy wyniosły 1 014,5 mln PLN i były o 0,4% niższe od naszych prognoz oraz o 3,1% niższe od konsensusu. Sprzedaż segmentów kauczuków i lateksów oraz produktów styrenopochodnych była zgodna z oczekiwaniami (odpowiednio -3,3% i +0,1% vs. nasze szacunki).

Wyższa okazała się sprzedaż segmentu energetyka (47,4 mln PLN vs. oczekiwane 6,3 mln PLN) oraz niższa dyspersji winylowych (-13,3% vs. nasze oczekiwania).

Wynik EBITDA Grupy wyniósł w 3Q'15 159,3 mln PLN i był o 9,8% niższy od naszych oczekiwań oraz o 0,5% niższy od konsensusu. Wynik EBITDA okazał się nieznacznie wyższy w segmencie kauczuków i lateksów (+5,0% vs. nasze oczekiwania) oraz istotnie wyższy w segmencie energetyki (+18,0 mln PLN vs. nasze szacunki -9,7 mln PLN). Niższe od oczekiwań wyniki zaraportował segment produktów styrenopochodnych (-29,4% vs. nasze oczekiwania). Wpływ pozostałej działalności na wyniki 3Q'15 był śladowy.

Na poziomie działalności finansowej Synthos zaksięgował pozytywny efekt na sprzedaży akcji Echo Investment (+42,1 mln PLN) powyżej wartości księgowej. Jeśli wynik netto oczyścimy o te zdarzenie jednorazowe to wyniósłby on 89,3 mln PLN vs. nasze szacunki 91,1 mln PLN oraz konsensus 89,0 mln PLN.

W 3Q'15 Grupa Synthos ponownie zanotowała wysokie przepływy gotówki z działalności operacyjnej (+247,7 mln PLN vs. 194,1 mln PLN w 3Q'14). Dług netto na koniec 3Q'15 zwiększył się o 60,7 mln PLN (efekt wypłaty dywidendy w 3Q'15) i wyniósł 759,8 mln PLN (1,0x EBITDA'12M). Zarząd przy okazji wyników poinformował, że udało mu się zakontraktować całą zaplanowaną przez niego sprzedaż nowej instalacji SSBR na 2016 rok. Poinformował również, że tegoroczny CAPEX wyniesie 580 mln PLN (nasze szacunki to 597,2 mln PLN).

Po 9M'15 nasza całoroczna prognoza wykonana jest w 76% na poziomie sprzedaży, 75% EBITDA i praktycznie w 99% na poziomie wyniku netto (88% bez uwzględnienia one-off w 3Q'15 z tytułu sprzedaży akcji Echo Investment).

Wyniki Grupy Synthos za 3Q'15 na tle oczekiwań Domu Maklerskiego mBanku oraz oczekiwań rynkowych

(mln PLN)	3Q'15	3Q'14	zmiana	3Q'15P	różnica	konsensus (mediana)	różnica	9M'15	9M'14	zmiana
Przychody	1 014,5	1 225,4	-17,2%	1 018,4	-0,4%	1 047,0	-3,1%	3 135,8	3 575,4	-12,3%
EBITDA	159,3	177,4	-10,2%	176,6	-9,8%	160,1	-0,5%	493,7	507,3	-2,7%
marża EBITDA	15,7%	14,5%		17,3%		15,3%		15,7%	14,2%	-
EBIT	119,2	139,7	-14,7%	135,3	-11,9%	116,7	2,1%	375,7	392,0	-4,1%
Zysk brutto	144,1	138,6	3,9%	110,5	30,4%	-	-	410,0	370,8	10,6%
Zysk netto	131,4	122,3	7,4%	91,1	44,2%	89,0	47,6%	381,6	290,9	31,2%

Źródło: Synthos, prognozy Domu Maklerskiego mBanku, PAP

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:

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 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.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących 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.

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.

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.

Komentarz 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 emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, Indata Software, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

Dom Maklerski mBanku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatúra, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, Pfeiderer Grajewo, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokołów, Solar, Syginity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski mBanku S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: HTL Strefa, Indata Software, Uniwheels. Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Dom Maklerski mBanku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

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.

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 Szpigel
tel. +48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mdm.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała
tel. +48 22 438 24 04
piotr.zybal@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