

19 sierpnia 2010

Raport analityczny

**Przemysł
Spożywczy**
Polska

Kernel

KERN.WA; KER.PW

Akumuluj

(Nowa)

Cena bieżąca	63,20 PLN
Cena docelowa	68,65 PLN
Kapitalizacja	4,6 mld PLN
Free float	2,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	15,82 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Namsen LTD	41,23%
ING Bank N.V.	9,88%
Pozostali	48,89%

Strategia dotycząca sektora

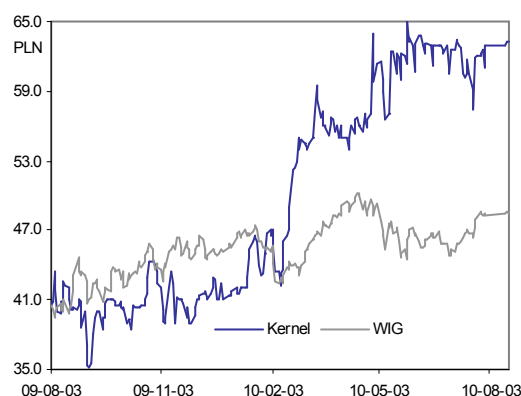
Sektor przetwórstwa olejów i handlu zbożem w znacznej mierze zależy od urodzaju w rolnictwie oraz cen artykułów rolniczych na światowych rynkach. Branża jest w znaczącym stopniu narażona na ryzyko nieurodzaju. OECD prognozuje, że ceny produktów rolnych będą wzrastały za sprawą wzrastającej populacji ludzi na świecie. Zarówno pszenica jak i oleje roślinne są używane do produkcji biopaliw. Rozwijająca się branża alternatywnej energii również powinna zwiększać zapotrzebowanie na te produkty.

Profil spółki

Kernel prowadzi działalność w zakresie handlu zbożem i produkcją oleju słonecznikowego na Ukrainie. Spółka posiada sieć elewatorów zbożowych oraz port przeładunkowy w Ilczewsku. Działalność operacyjna prowadzona jest na terenie Ukrainy, natomiast prawie 80% przychodów jest uzyskiwana w dolarach. Spółka dzierżawi również 85 tys. hektarów ziem na Ukrainie, na których prowadzi ekstensywną produkcję rolną.

Ważne daty

30.08 - publikacja raportu skonsolidowanego za 4Q10
29.10 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2010
15.11 - publikacja raportu skonsolidowanego za 1Q11
14.02 - publikacja raportu skonsolidowanego za 2Q11
02.05 - publikacja raportu skonsolidowanego za IH11

Kurs akcji KER na tle WIG

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Dobre otoczenie makro ...

Niskie prognozowane zbiory rzepaku dwóch największych producentów tej uprawy na świecie - Europy (poniżej 20 mln ton vs. 21,2 mln ton w ub.r.) oraz Chin (11 mln ton vs. 13,7 w ub.r.) przekładają się na wzrost cen olejów roślinnych na światowych rynkach i wzrost marży producentów przetwarzających pozostałe nasiona oleiste. Dodatkowo w przypadku przetwórców słonecznika wkrótce istnieje duża szansa na spadek cen słonecznika skutkiem wyższych zbiorów na Ukrainie (+4,4% r/r) oraz w Argentynie (+47,8% r/r), co dodatkowo pozytywnie wpłynie na poprawę rentowności przerobu. Kernel powinien również skorzystać na wprowadzonym do końca roku przez Rosję embargo na eksport zbóż. To wraz z drożącymi cenami płodów rolnych na świecie powinno częściowo zrekomensować straty wynikające z niższych spodziewanych wolumenów eksportowych z Ukrainy (15 mln ton vs. 21 mln ton w ub.r.) Spółka mimo strat związanych z nieurodzajem ma szansę na polepszenie zeszłorocznych wyników operacyjnych (+8,1% r/r wartości EBITDA). Oprócz tego należy pamiętać, że po akwizycji Spółki Allseeds w kolejnym sezonie Zarząd aspiruje do przetworzenia 1,8-1,9 mln ton słonecznika (+83% r/r), co przy sprzyjającym makro dla producentów oleju słonecznikowego powinno pozwolić na poprawę zeszłorocznych wyników. Uważamy, że giełdowa wycena Spółki Kernel nadal pozostaje atrakcyjna, dlatego rekomendujemy akumulowanie akcji, a cenę docelową wyznaczamy na 68,65 PLN.

Podaż ziaren słonecznika kluczem do wyników

Przerobienie 1,8 - 1,9 mln ton nasion słonecznika w roku obrotowym 2010/2011 jest możliwe za sprawą wysokich spodziewanych zbiorów tejże uprawy (6,6 mln ton vs. 6,4 mln ton w ub.r.). Wynika, to że zwiększenia arealu zasiewu słonecznika do 4,4 mln ha z 4,2 mln ha rok wcześniej na skutek wysokiej rentowności tejże uprawy w roku poprzednim (41,7%).

Istotne zwiększenie wyników w kolejnym roku obrotowym

W 1-3Q bieżącego roku obrotowego segmenty związane z produkcją oleju słonecznikowego odpowiadały za 43,8% wygenerowanej wartości EBITDA. W przyszłym sezonie po uruchomieniu zakładów w Bandurce (510 tys. ton przerobu rocznie) i przejęciu Allseeds (595 tys. ton przerobu rocznie) Spółka zwiększy moce przerobu ziaren słonecznika o 89%. To z kolei, biorąc pod uwagę prognozowane zeszłoroczne 81,4 USD EBITDA z 1 tony przerobionych ziaren słonecznika pozwalałoby na dodanie przez nowe instalacje ponad 80 mln USD wartości EBITDA. W naszej prognozie uwzględniamy wyłącznie uruchomienie instalacji w Bandurce, bez instalacji w ramach przejmowanego Allseeds.

(mln USD)	08/09	09/10P	10/11P	11/12P	12/13P
Przychody	1 047,1	1 016,4	1 096,0	1 236,4	1 361,0
EBITDA	190,1	184,2	199,2	234,9	261,2
marża EBITDA	18,2%	18,1%	18,2%	19,0%	19,2%
EBIT	166,6	164,6	176,0	207,6	229,9
Zysk netto	135,5	155,0	164,3	194,0	209,4
P/E	10,4	9,7	9,1	7,7	7,1
P/CE	8,8	8,6	8,0	6,8	6,2
P/BV	4,0	2,4	1,9	1,6	1,5
EV/EBITDA	8,4	9,4	8,1	6,5	5,6
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	7,8%

Kurs USD/PLN: 3,090 (6-cio miesięczna średnia)

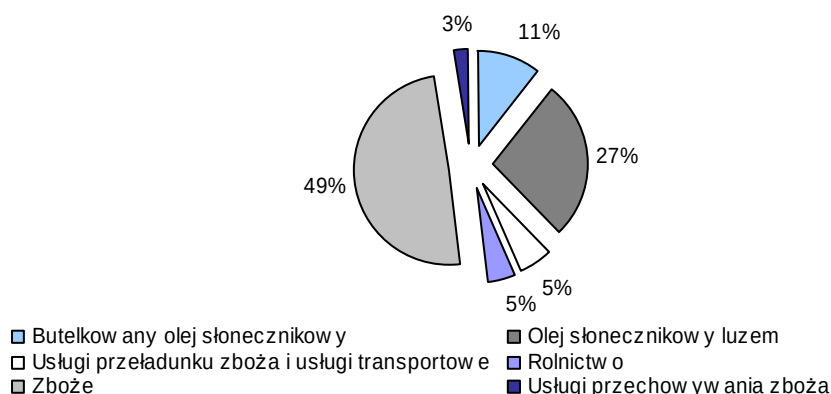
Profil Spółki

Kernel, to jedna z największych rolno-przemysłowych spółek na Ukrainie. Prowadzi działalność w zakresie rolnictwa, produkcji i sprzedaży butelkowego oleju słonecznikowego i słonecznikowego oleju luzem. Spółka zajmuje się przechowywaniem, osuszaniem i handlem zbożem, a także świadczy usługi transportowe z wykorzystaniem własnego portu przeładunkowego w Illiczewsku.

Struktura sprzedaży

Kernel prowadzi swoją działalność w sześciu segmentach operacyjnych: Butelkowany olej słonecznikowy, olej słonecznikowy luzem, usługi przeładunku zboża oraz usługi transportowe, rolnictwo, handel zbożem i usługi przechowywania zboża.

Struktura sprzedaży grupy Kernel w 1-3Q09/10 (%)



Źródło: DI BRE Banku, Kernel

Butelkowany olej słonecznikowy i olej słonecznikowy luzem

W ramach segmentu Spółka przetwarza nasiona słonecznika na olej słonecznikowy. Kernel posiada zakłady przerobowe w obwodzie połtawskim oraz w Bandurce. Dodatkowo w poprzednim roku Spółka zawarła porozumienie tollingowe z Black Sea Industries w ramach przerabu 230 tys. ton ziaren tego surowca rocznie. W ramach porozumienia olej wytwarzany będzie w zakładach blisko posiadanego portu w Illiczewsku, co z kolei ułatwi transport gotowego produktu. Porozumienie obowiązuje do dnia 31 sierpnia 2010 roku i może być przedłużone na kolejne lata (Zarząd posiada możliwość długoletniego przedłużenia umowy). W przypadku oleju słonecznikowego sprzedawanego luzem, znacząca większość produkcji trafia na eksport. Głównymi rynkami zbytu są kraje Europy, Afryki i Bliskiego Wschodu. Trafia on w cysternach i statkach na rynek międzynarodowy. Głównymi odbiorcami oleju surowego są przede wszystkim międzynarodowe spółki handlowe lub sprzedawcy hurtowi. Spółka sprzedaje swoją produkcję również producentom biopaliwa takim jak na przykład Saipol we Francji. Olej butelkowany z kolei sprzedawany jest na terenie kraju pod markami marketingowymi „Schedryi Dar”, „Stozhar”, „Chumak Zolota” i „Czumak Domashnya”. W sumie Kernel (bez Allseeds) w sprzedaży oleju butelkowanego kontroluje około 35% rynku krajowego. Sprzedaż oleju butelkowanego w 85% trafia na rynek krajowy, natomiast 15% jest sprzedawana do krajów nadbałtyckich, Rosji i krajów bliskiego wschodu.

Możliwości przerobowe nasion słonecznika w Spółce Kernel

(tys. ton)	Nasiona słonecznika	Oleje	Śruta słonecznikowa
Poltava	430	193,5	159,1
Prikolotnoe	170	76,5	62,9
Volchansk	360	162,0	133,2
Bandurka*	510	229,5	188,7
Suma	1 470	661,5	543,9

*Zakład uzyska pełne moce przerobowe na początku roku obrotowego 2011 (2010/2011).

Źródło: DI BRE Banku

Możliwości przerobowe nasion słonecznika w Spółce Allseeds

(tys. ton)	Nasiona słonecznika	Oleje	Śruta słonecznikowa
Nikolaev*	165	62,7	61,1
Kirovograd	430	184,9	159,1
Suma	595	247,6	220,2

*Niższa efektywność przerobowa zakładu w Nikolaev wynika z mniej zaawansowanego procesu technologicznego linii produkcyjnej

Źródło: DI BRE Banku

W sumie możliwości przerobowe nasion słonecznika w obrębie Kernela, (bez Allseeds) na początku przyszłego roku obrotowego wynosić będą 1,47 mln ton. Ta ilość pozwala na wyprodukowanie 661,5 tysięcy ton oleju słonecznikowego rocznie oraz 543,9 ton śruty słonecznikowej (produkt uboczny przetwarzania nasion słonecznika, wykorzystywany jest jako pasza w hodowli zwierząt). Z kolei w przypadku instalacji Spółki Allseeds dwa należące do przejmowanej spółki zakłady są w stanie przetworzyć około 595 tysięcy ton słonecznika rocznie i wyprodukować około 247,6 tysięcy ton oleju słonecznikowego oraz 220,2 tysięcy ton śruty słonecznikowej rocznie.

Nasiona słonecznika, główny surowiec do produkcji oleju słonecznikowego kupowany jest na terenie Ukrainy poprzez 13 biur regionalnych i własną sieć elewatorów. Jest on również uprawiany we własnych przedsiębiorstwach rolniczych.

Produkcja jadalnego oleju słonecznikowego następuje w kilku etapach. W pierwszym rozdrabnia się i oczyszcza nasiona słonecznika, a powstałą w wyniku tego miazgę podgrzewa się i łączy z chemicznymi rozpuszczalnikami. W wyniku tego procesu powstaje olej surowy. W celu jego dostosowania do spożycia dokonuje się rafinacji, która polega na usunięciu resztek roślin, które mogłyby prowadzić do niepożądanych zapachów, smaku, bądź ubarwienia. Rafinowany olej nadaje się wówczas do spożycia.

Według informacji Spółki, w zakładach Kernela z około 45% wagi przetwarzanego nasiona uzyskuje się olej słonecznikowy, a z 37% wagi pozostaje pasza dla zwierząt (śruta słonecznikowa). Reszta zużywana jest na biomasę, która w dalszym kroku służy do wytwarzania energii w wytwórniach oleju. Dzięki powyższej organizacji produkcji użycie gazu ziemnego i energii zewnętrznej w produkcji olejów jest znikome. Stanowi to dodatkowe zabezpieczenie w przypadku gdyby w przyszłości Rosja i Ukraina miałyby trudności w dojściu do porozumienia w sprawie cen gazu.

Możliwości produkcji oleju butelkowanego

	Tonaż
Poltava	57 tys.
Prikolotnoe	77 tys.
Suma	134 tys.

Źródło: DI BRE Banku

Możliwości rafinacji oleju słonecznikowego

	Tonaż
Poltava	70 tys.
Prikolotnoe	103 tys.
Suma	173 tys.

Źródło: DI BRE Banku

Kernel posiada również instalacje służące do rafinacji ekstrahowanego oleju słonecznikowego. Pozwalają one w sumie na oczyszczenie około 173 tysięcy ton oleju i wyprodukowanie 134 tysięcy ton oleju butelkowanego. Zakłady Allseeds nie posiadają instalacji do rafinacji oleju, poprzez co nie sprzedają butelkowanego oleju słonecznikowego.

Handel zbożem

Spółka w roku obrotowym 2008/2009 łącznie wyeksportowała ponad 2,2 mln ton zboża, co stanowi około 10% łącznej ilości zboża wyeksportowanego z Ukrainy. Handel zbożem na rynku krajowym odbywa się poprzez rozlokowane na terenie kilku obwodów zespoły elewatorów. Zboże kupowane jest od gospodarstw rolnych poprzez sieć punktów skupów po konkurencyjnych cenach, a następnie transportowane jest kolejną do terminalu w Ilczewsku zlokalizowanego nad Morzem Czarnym. Jeśli tylko odległość do własnego portu jest zbyt daleka, to istnieje również możliwość transportu zboża do portów stron trzecich.

W przypadku zbóż i roślin oleistych państwo nie ingeruje znacząco w rynek. Po potrąceniu kosztów transportu i przeładunku oferowane przez Kernel produkty nie odbiegają znacząco od cen rynkowych. Obecnie spółka posiada około 40 stałych dużych odbiorców, głównie z krajów

Unii Europejskiej, Afryki Północnej, Bliskiego Wschodu i Azji. Najdalsze dostawy realizowane są nawet do Ameryki Północnej.

Usługi przeładunku zboża i usługi transportowe

Usługi związane z przeładunkiem zboża i usługi transportowe realizowane są za pomocą terminalu w Ilczewsku (Transbulkterminal). Port został zakupiony przez Spółkę w czerwcu 2008 roku i Zarząd zamierza obecnie prowadzić działania mające na celu umożliwienie użytkowania na całkowitej przepustowości (4 mln ton rocznie). Wielkość przeładowywanego zboża w znaczącej mierze zależy od wielkości plonów na Ukrainie i wielkości wymiany zboża na rynku międzynarodowym. W roku obrotowym 2008/2009 terminal obsłużył 3,4 mln ton (15% ogólnej ilości zboża wyeksportowanej z Ukrainy), z tego tylko połowa ładunku była własnością Spółki Kernel. Dodatkowym atutem wpływającym na konkurencyjność Transbulkterminalu jest fakt połączenia kolejowego z głównymi elewatorami na terenie Ukrainy, a także obecność kompleksu elewatorów zgromadzonych w sąsiedztwie portu. Połączenie z główną siecią kolejową sprawia, że w przypadku gdyby na Ukrainie zapanował głęboki nieurodzaj, to wciąż port może być wykorzystywany do transportu zbóż wyprodukowanych na terenie Rosji i Kazachstanu. Wraz z przejęciem Allseeds do grupy dołączy port w Nikolayev o łącznej ładowności 1,2 mln ton oleju słonecznikowego rocznie.

Rolnictwo

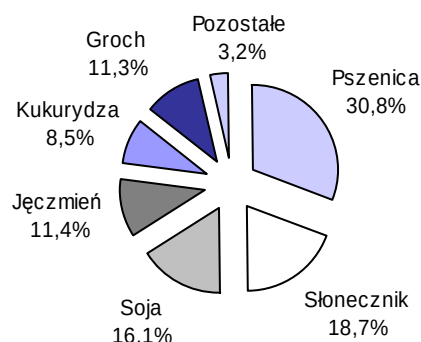
Spółka dzierżawi grunty rolne o powierzchni 85 tys. ha. W sumie zarządza 25 gospodarstwami zlokalizowanymi w 6 obwodach. Przeciętna wielkość roli wynosi 80 ha, natomiast największa 250 ha. Dzierżawione działki są zlokalizowane w żyznym pasie gleb czarnoziemnych w środkowej i południowej Ukrainie. Ogromne wielkości obszarów rolnych pozwalają na wykorzystanie wielkogabarytowych maszyn rolniczych, oraz na stosunkowe obniżenie kosztów stałych.

Sprzedaż ziemi rolniczej jest obecnie zakazana na Ukrainie na podstawie moratorium wprowadzonego na ziemię rolniczą. Moratorium obowiązywało jeszcze w trakcie poprzedniego roku do 31 grudnia 2009, ale na mocy decyzji parlamentu zostało przedłużone do 1 stycznia 2012 roku. Umowy dotyczące dzierżawy gruntów są zawiązywane na okresy od pięciu do dziesięciu lat, z tym że w przypadku zniesienia moratorium na handel ziemią najemca posiada prawo pierwokupu użytkowanego gruntu.

Największy areal upraw w sezonie 2009/2010 został przeznaczony pod pszenicę (30,8%), słonecznik (18,7%) oraz soję (16,1%). Na dalszych miejscach znajdowały się jęczmień (11,4%), groch (11,3%), i kukurydza (8,5%). Pozostałe uprawy zajmowały mniej jak 4% zagospodarowanego arealu.

W roku 2009 Rząd Ukraiński znacząco zredukował rodzaje upraw, jakie dają podstawę do otrzymania subsydium. W roku 2008 dopłaty w wysokości 100 UAH (12,5 USD) na hektar przysługiwało rolnikom uprawiającym pszenicę, żyto, owies. Dopłaty do produkcji soi wynosiły 80 UAH (10 USD) na hektar. W 2009 roku Rząd pozostawił jedynie dopłaty do uprawy buraka cukrowego 750 UAH (93,8 USD) na hektar. Wciąż jednak mimo obietnicy dofinansowania w rzeczywistości dopłaty nie zostały przyznane rolnikom ze względu na głębokie ograniczenie wydatków budżetowych.

Procentowy udział upraw Spółki Kernel w sezonie 2009/2010



Źródło: DI BRE Banku

Usługi przechowywania zboża

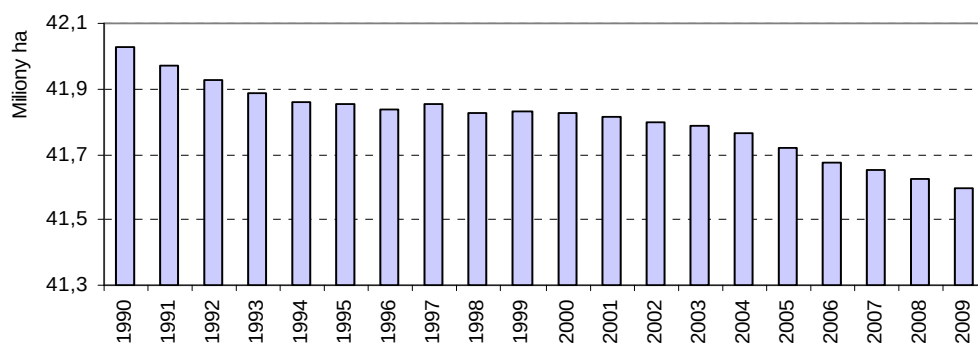
Główna część działalności w ramach usług przechowywania zboża skupiona jest na funkcjonowaniu elewatorów. Są one istotnym łącznikiem pomiędzy handlem zbożem, a farmerami chcącymi sprzedać wyprodukowane przez siebie zboże. Dzięki ich działalności Spółka jest w stanie skupować zboże z rynku po konkurencyjnych cenach i lepiej orientować się w trendach cenowych, jakie mają miejsce na rynku. W sumie w ramach Spółki funkcjonuje 25 elewatorów o łącznej pojemności 1,7 mln ton. W niektórych regionach, jak Charków czy Połtawa, Spółka osiągnęła dominującą pozycję w zakresie skupu zboża, wykupując około jednej trzeciej ogólnych zbiorów zbóż i roślin oleistych z tych regionów. Wciąż obecnie tylko 50% zgromadzonych w elewatorach materiałów jest w posiadaniu Spółki. W przyszłości istnieje możliwość zwiększenia ilości wykupywanego zboża, co w rezultacie wpłynęłoby na zwiększenie obrotów handlowych. Większość elewatorów jest w posiadaniu Spółki. Trzy z dwudziestu pięciu elewatorów są przedmiotem najmu, który wygasa z końcem grudnia 2012 roku. W sumie odpowiadają one za 0,3 mln ton pojemności rocznie. Wraz z przejęciem Spółki Aseeds grupa zostanie wzmocniona o dodatkowe 16 elewatorów o łącznej pojemności 0,6 mln to zbóż. W kolejnym 2010/2011 sezonie Grupa dysponować będzie elewatorami o pojemności 2,3 mln ton.

Rolnictwo na Ukrainie i na świecie

Analizując otoczenie makroekonomiczne Spółki bierzemy pod uwagę dwie branże w jakich prowadzi ona działalność: przetwarzanie oleju słonecznikowego (41,3% przychodów w 1-3Q09/10) oraz handel zbożem (54,0% przychodów w 1-3Q09/10).

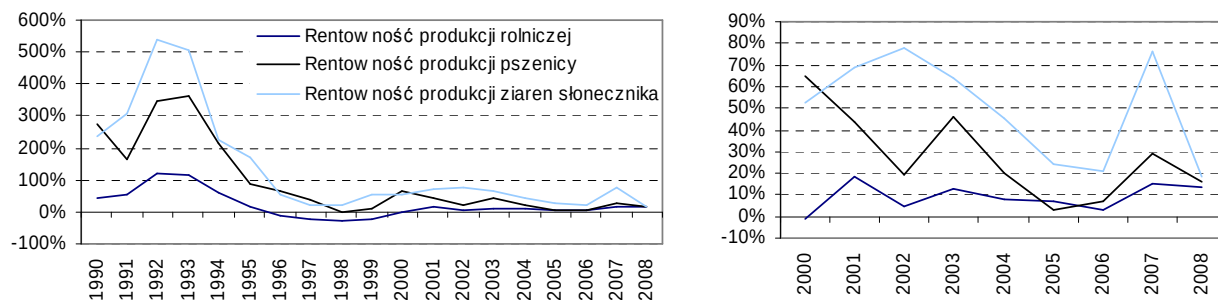
Obszar uprawny na Ukrainie według obliczeń lokalnego urzędu statystycznego zmniejsza się z roku na rok od początku lat dziewięćdziesiątych. W sumie od roku 1990 do roku 2009 areal przeznaczony pod uprawy uległ zmniejszeniu o 1,0%.

Areał uprawny na terenie Ukrainy



Źródło: Ukraiński urząd statystyczny

Największa rentowność produkcji rolniczej miała miejsce w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych (67%). W produkcji pszenicy i ziaren słonecznika odpowiednio 241% i 331%. Od roku 2000 rentowność działalności rolniczej znacznie spadła, średnio osiągając poziom 9%, a dla produkcji pszenicy 28% i produkcji nasion słonecznika 50%. W roku 2008 rentowności te wynosiły odpowiednio 13%, 16% i 18%. W dłuższym okresie wysokie stopy zwrotu generowane w zakresie produkcji ziaren słonecznika powinny skłaniać kolejnych farmerów na zmianę produkcji i w rezultacie obniżenie cen produkowanego surowca (według wstępnych obliczeń lokalnego urzędu statystycznego rentowność uprawy słonecznika na Ukrainie w sezonie 2009/2010 wyniosła 41,7% i była to tym samym najbardziej rentowna roślina uprawna).

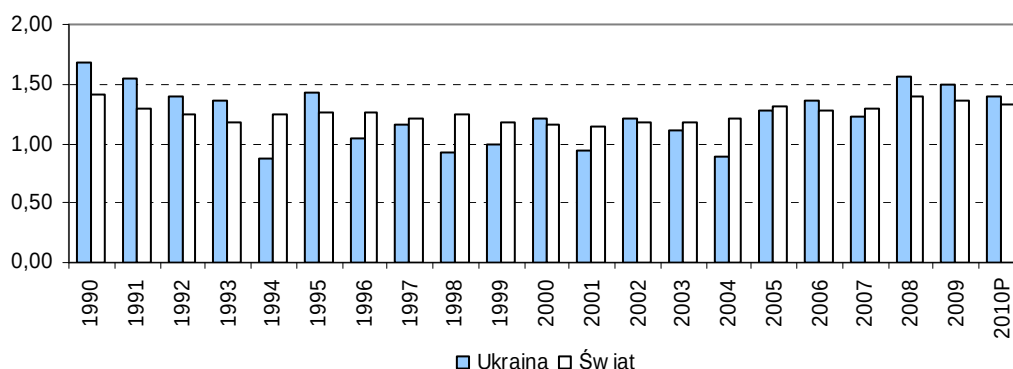
Rentowność produkcji rolniczej, produkcji pszenicy oraz ziaren słonecznika na Ukrainie

Źródło: Ukraiński urząd statystyczny

Perspektywa rozwoju rolnictwa na Ukrainie jest optymistyczna ze względu na wielkoobszarową produkcję rolną i możliwość zastosowania dotychczas implementowanych w ograniczonym stopniu zabiegów zwiększających wielkość zbiorów z hektara (płodowian, mechanizacja). Na przeszkodzie stanąć może jednak zmieniające się prawo, przepisy celne i osłabienie koniunktury gospodarczej. Tu szczególnie źle na rozwój rolnictwa i handlu zbożem działać będzie nie wywiązywanie się Państwa ze zwrotu należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT. W długim terminie jednak zarówno dobra jakość ziem, jak i koncentracja dużej ilości arealu w poszczególnych gospodarstwach sprzyjać będzie wysoko wolumenowej produkcji artykułów rolnych. Dodatkowym atutem ukraińskiego rolnictwa jest położenie Ukrainy nad Morzem Czarnym i stosunkowo niedaleka odległość od europejskich i północno afrykańskich rynków zbytu. Rozwojowi rolnictwa na Ukrainie sprzyja również stosunkowo stabilna pogoda (od roku 2000 poza rokiem bieżącym nie były tu zauważalne znaczące nieurodzaje).

Produkcja i przetwarzanie oleju słonecznikowego

Według USDA w 2009 roku wyprodukowano 6,5 mln ton nasion słonecznika, z czego 0,3 mln ton zostało wyeksportowanych. W roku 2010 szacuje się, że zbiory nasion słonecznika sięgną 6,0 mln ton z czego 0,15 mln ton zostanie wyeksportowane. Znacząca część nasion uprawianych na Ukrainie jest w kolejnym etapie przetwarzana na olej słonecznikowy. Ten z kolei kierowany jest na rynek krajowy i zagraniczny. W zeszłym roku 95,0% wyhodowanych nasion zostało przetworzonych na olej, a w przyszłym roku szacuje się, że poziom ten sięgnąć może 96,6%. Położenie geograficzne i jakość ziem uprawnych (czarnoziemy) powodują, że Ukraina zasiada na pozycji lidera w produkcji oleju słonecznikowego na świecie. W 2009 roku według USDA wydajność uprawy słonecznika na Ukrainie wyniosła średnio 1,65 ton na hektar (Świat 1,38 t/ha), a kolejny znaczący producent tej uprawy – Argentyna osiągnęła efektywność na poziomie 1,64 ton z hektara.

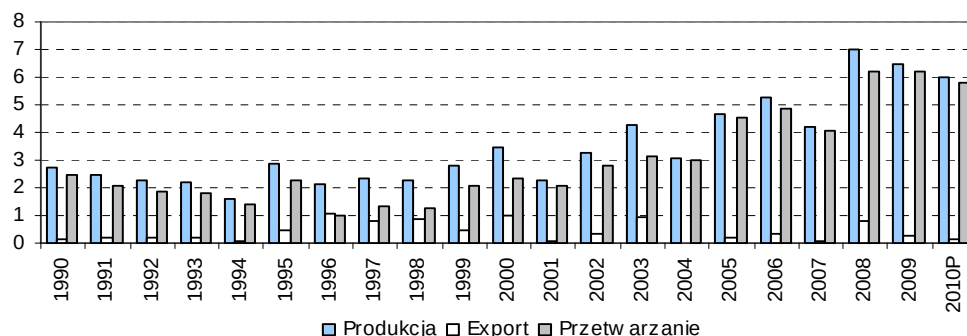
Produktywność ziaren słonecznika na Ukrainie i na świecie (tony na hektar)

Źródło: United States Department of Agriculture; DI BRE Banku

OECD szacuje, że produkcja nasion olejnych na Ukrainie w latach 2009 -2019 wzrastać będzie w średnim tempie 3,5% rocznie (Świat średnio 2,5% rocznie). Obecne ceny ziaren słonecznika znajdują się na wysokich poziomach za sprawą zeszłorocznych stosunkowo niższych zbiorów uprawy niż miało to miejsce w rekordowym roku 2008 oraz mniejszej o 20,7% r/r produkcji w Argentynie (czwarty światowy producent słonecznika). W bieżącym sezonie USDA szacuje, że produkcja słonecznika na terenie Argentyny wzrośnie o 47,8% r/r i przekroczy poziom z obfitego sezonu 2008/2009. Zeszłoroczny światowy deficyt nasion słonecznika szacowany jest na poziomie 2% światowej konsumpcji. W sezonie 2010/2011

szacowana jest nadwyżka na poziomie 1% światowego popytu, co sprawia, że nie ma podstaw, aby ceny nasion wzrastały szczególnie dynamicznie.

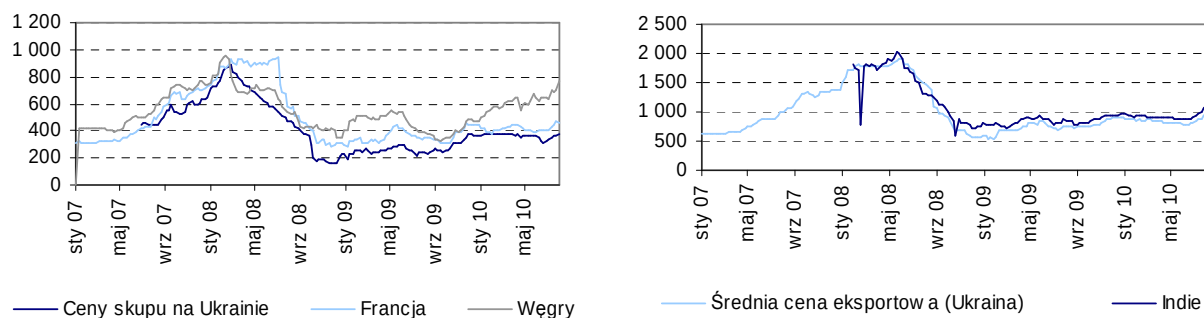
Produkcja, eksport i przetwarzanie nasion oleistych na Ukrainie (mln ton)



Źródło: United States Department of Agriculture; DI BRE Banku

Według szacunków OECD ceny nasion oleistych na świecie w latach 2009 – 2019 powinny wzrastać w średnim tempie 0,2% rocznie, z czego w latach 2010 – 2012 spadać będą średnio -0,7% rocznie. Jak na razie w 2010 roku ceny nasion słonecznikowych na świecie wydają się stabilizować na poziomie 400 USD za tonę.

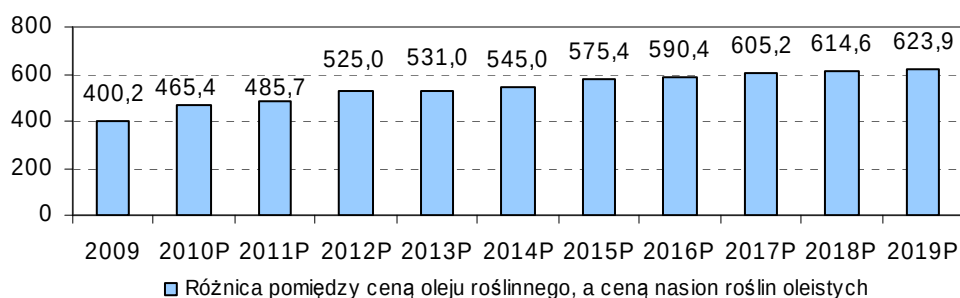
Ceny nasion słonecznika na Ukrainie, we Francji i na Węgrzech oraz ceny oleju słonecznikowego w portach morza Czarnego i w Indiach (USD/tona)



Źródło: Bloomberg

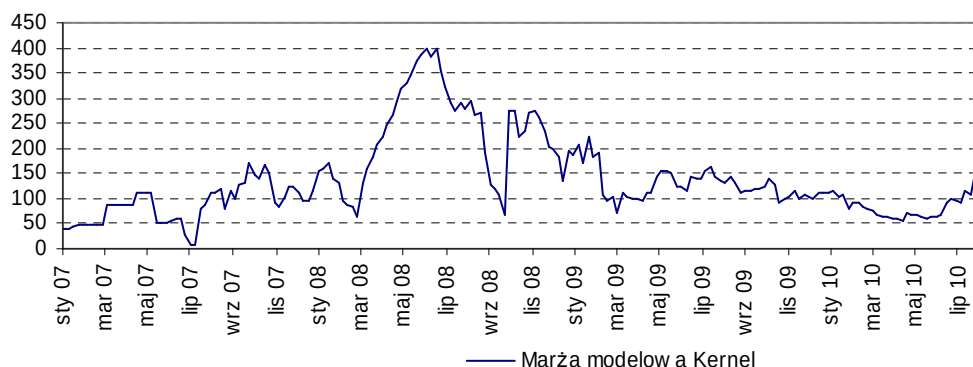
Na ceny gotowych produktów oleistych (olej butelkowany) z pewnością swój wpływ będzie miało tempo w jakim światowa i ukraińska gospodarka będą wychodzić z kryzysu. W roku 2009 na rynku Ukraińskim odczuwalny był znacząco mniejszy popyt generowany po stronie konsumpcji. Stabilizująca się sytuacja gospodarcza na terenie naszego wschodniego sąsiada powinna pozytywnie wpływać na poziom konsumpcji w przyszłości (wyraźny wzrost konsumpcji możliwy już w kolejnym roku). W przypadku krajów Unii Europejskiej na wolumeny sprzedaży pozytywnie powinny z kolei wpływać zmieniające się przyzwyczajenia żywieniowe. Olej słonecznikowy jest polecany przez dietetyków ze względu na wysoką zawartość tłuszczu wielonienasyconych, kwasu linolowego i witaminy E.

OECD szacuje, że w przypadku olejów roślinnych ceny w latach 2010 – 2019 wzrastać powinny w średnim tempie 2,9% rocznie. To w odniesieniu do średniego tempa wzrostu cen nasion oleistych (0,2%) sprawia, że w długim okresie branża przetwórstwa oleju słonecznikowego będzie miała bardzo dobre perspektywy rozwoju. Różnica między cenami nasion oleistych a olejami roślinnymi w prognozie OECD szacowana jest na poziomie najniższym dla 2009 roku i w latach kolejnych ma wyraźną tendencję rosnącą.

Różnica pomiędzy ceną tony olejów roślinnych i tony nasion oleistych w latach 2009-2019 (USD za tonę)

Źródło: OECD-FAO Agricultural Outlook 2010-2019

Warto nadmienić, że zeszłoroczne wysokie ceny nasion słonecznikowych spowodowane były niskimi oczekiwaniami odnośnie zbiorów oraz znaczącą deprecjacją lokalnej waluty. To w połączeniu ze spadkowym trendem cen oleju słonecznikowego na światowych rynkach powodowało, że zmniejszeniu uległa marża przedsiębiorstw zajmujących się estyfikacją oleju słonecznikowego. W przypadku Kernela modelowa marża była najwyższa w połowie 2008 roku, kiedy to ceny oleju słonecznikowego poszybowały do poziomów bliskich 2000 USD za tonę. Spadek cen oleju w pierwszej połowie 2009 roku przy utrzymujących się nisko cenach słonecznika powodowało, że modelowa marża wciąż znajdowała się na stosunkowo wysokim poziomie (200 USD/tona). Wzrost cen słonecznika w drugiej połowie 2009 roku był częściowo rekompensowany wzrastającymi cenami oleju słonecznikowego, ale spadek cen tego ostatniego od początku 2010 roku do końca czerwca o 11% spowodował zmniejszenie się marży do 50 USD za tonę. Odbicie cen oleju słonecznikowego w lipcu na skutek niskich oczekiwań dotyczących zbiorów rzepaku w Europie spowodowało wzrost cen olejów roślinnych, co pozytywnie wpłynęło na marżę modelową, która znów zaczęła wzrastać.

Modelowa marża dla Spółki Kernel* (USD za tonę)

Źródło: Bloomberg

*Marża = $0,45 \times \text{Cena oleju słonecznikowego} + 0,37 \times \text{Cena śrutu słonecznikowej} - \text{Cena nasion słonecznika}$

Na świecie konsumpcja oleju słonecznikowego wzrastała w sezonach 2001-2010 w średnim tempie 4,1% rocznie. Dodatkowo z roku na rok większe było wykorzystanie tego surowca do celów przemysłowych (średnio 4,9% rocznie). Mimo tego wciąż użycie oleju słonecznikowego do celów industrialnych jest stosunkowo małe (5,4% konsumpcji). Wynika to z faktu, iż olej rzepakowy jest bardziej popularny do wykorzystania jako biokomponent do paliwa. W badanym okresie średnio światowa nadwyżka w produkcji oleju słonecznikowego znajdowała się na poziomie 6,3% konsumpcji. W 2009/2010 sezonie nadwyżka spadła do poziomu 1,9%, głównie za sprawą niższych zbiorów słonecznika w Argentynie (spadek areálu przeznaczonego pod zasiew wymienionej wyżej uprawy sięgnął w 2009/2010 sezonie 22,1% r/r; było to skutkiem niepewności farmerów co do rozwiązań legislacyjnych dotyczących uprawy zbóż). W przyszłym 2010/2011 sezonie szacunki USDA wskazują, że Argentyna zwiększy areál uprawy słonecznika o 42,9% r/r, a światowa nadwyżka oleju słonecznikowego może sięgnąć 4,7% popytu. Dane te jednak nie uwzględniają niższych zbiorów rzepaku dwóch największych producentów tej uprawy (Chiny i EU), co powoduje, że zapotrzebowanie na oleje z alternatywnych upraw ma szansę jeszcze wzrosnąć.

Produkcja i konsumpcja oleju słonecznikowego w krajach będących jego największymi producentami i konsumentami (mln ton)

Produkcja	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011P
Ukraina	1,93	2,05	1,73	2,63	2,62	2,64
Rosja	2,32	2,47	2,13	2,57	2,51	2,61
EU-27	2,11	2,20	1,77	2,34	2,44	2,44
Argentyna	1,55	1,20	1,76	1,32	1,08	1,53
Turcja	0,50	0,53	0,54	0,52	0,57	0,57
Inne	2,18	2,16	2,00	2,46	2,26	2,36
Konsumpcja	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011P
EU-27	3,19	3,29	2,90	3,16	3,23	3,29
Rosja	1,77	1,85	1,89	1,92	2,03	2,04
Indie	0,63	0,60	0,40	0,73	0,85	0,88
Turcja	0,74	0,74	0,77	0,79	0,81	0,83
Egipt	0,24	0,31	0,21	0,39	0,44	0,50
Inne	3,18	3,48	2,71	3,69	3,88	4,07

Źródło: USDA (United States - Department of Agriculture Foreign Agricultural Service)

Do głównych światowych konsumentów oleju słonecznikowego należą kraje Unii Europejskiej (28,8%), Rosja (18,0%), Indie (7,6%) i Turcja (7,2%). Z kolei największymi producentami oleju słonecznikowego są Ukraina (22,8%), Rosja (21,9%), kraje Unii Europejskiej (21,2%) i Argentyna (9,4%). W przyszłości zapotrzebowanie na oleje roślinne, w tym olej słonecznikowy powinno wzrastać wraz z rosnącą światową populacją oraz polepszającą się sytuacją ekonomiczną krajów rozwijających się. Szczególnie dużą rolę odegrać powinny zmieniające się przyzwyczajenia żywieniowe mieszkańców krajów wystawionych na dynamiczny wzrost gospodarczy. Według prognozy USDA, w przyszłości popyt na oleje roślinne szczególnie powinien być generowany przez kraje Ameryki Łacińskiej, Północnej Ameryki i Bliskiego Wschodu. Szczególne nadzieje pokładane są w Indiach, w których rosnąca i bogacząca się populacja, przy niskich plonach roślin oleistych będzie zmuszona importować większość konsumowanych olejów roślinnych. Podobnie sytuacja kształtować się powinna w Chinach, które już obecnie nie mogą sprostać swojemu zapotrzebowaniu na oleje roślinne. Trudno jest z kolei przy obecnej relacji cenowej oleju słonecznikowego do rzepakowego spodziewać się, aby w niedalekiej przyszłości zwiększono znacząco wykorzystanie oleju słonecznikowego do produkcji biopaliw (duże zasoby instalacji estyfikacji oleju rzepakowego są zlokalizowane na terenie Unii Europejskiej, dlatego więc aby zastosować olej słonecznikowy do produkcji biopaliwa musiałby on być handlowany z dyskontem do oleju rzepakowego, tak aby uwzględnić koszty transportu). Jak na razie na wykorzystanie oleju słonecznikowego do produkcji biopaliw mogą sobie pozwolić kraje, które dysponują znacznymi mocami produkcyjnymi tego oleju (Ukraina, Rosja). USDA spodziewa się również, że w przyszłości wykorzystanie olejów roślinnych jak i cukru (etanol) do produkcji biopaliw nie będzie wzrastać tak dynamicznie jak miało to miejsce w latach 2000 – 2009.

Pewnym zagrożeniem dla rentowności produkcji oleju słonecznikowego jest konkurencja oleju sojowego i oleju rzepakowego. Popularność produkcji oleju sojowego znacząco wzrosła w latach 2000-2009 w takich krajach jak Chiny (+160%), Argentynie (+107,2%) czy Brazylii (+41,9%). Szczególnie dwa ostatnie kraje mają bardzo dobre warunki do produkcji oleju sojowego osiągając efektywność powyżej 0,5T z jednego ha. W przypadku oleju rzepakowego Europa wydaje się obecnie wykorzystywać sprzyjające warunki do produkcji tego produktu osiągając jednocześnie efektywność na poziomie 1,3T z ha. Tym niemniej jak na razie jest ona nadal importerem netto oleju rzepakowego.

Ilość uzyskiwanego oleju roślinnego z 1ha uprawy w poszczególnych regionach na podstawie średnich z lat 2005-2009 (T)

Region	Olej słonecznikowy	Olej rzepakowy	Olej sojowy
Argentyna	0,66	bd.	0,51
Brazylia	0,56	bd.	0,54
EU-27	0,68	1,30	0,48
USA	0,55	0,58	0,55
Świat	0,57	0,75	0,46
Ukraina	0,62*	0,78	0,30

* W przypadku Kernela 0,72 MT z ha.

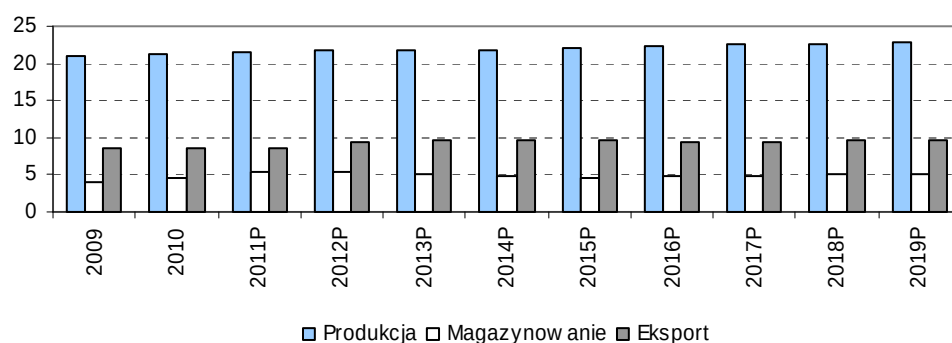
Źródło: USDA (United States - Department of Agriculture Foreign Agricultural Service)

W przypadku śrutę słonecznikowej spodziewane jest znaczące zapotrzebowanie generowane przez Rosję i kraje wschodnio europejskie. Jest to wynikiem prowadzonej przez rządy tych gospodarek polityki mającej na celu osiągnięcie mocy produkcyjnych w zakresie hodowli zwierząt na poziomie zaspokajającym własną konsumpcję. To wówczas generować będzie dodatkowy popyt na pasze dla zwierząt w tym również śrutę słonecznikową. Spodziewane jest również znaczące zwiększenie zapotrzebowania na paszę dla zwierząt przez kraje Południowo-Wschodniej Azji, Ameryki Łacińskiej, Północnej Afryki i Bliskiego Wschodu. We wszystkich tych krajach zakłada się, że wraz z poprawą sytuacji ekonomicznej wzrastać będzie konsumpcja mięsa i produktów mlecznych, co przekładać się będzie na zwiększenie hodowli zwierząt i dodatkowe zapotrzebowanie na paszę. Pewnym zagrożeniem w tym regionie i nie tylko dla śrutę słonecznikowej będzie konkurencja taniej śrutę rzepakowej z Europy. Ta posiadając duży areał rzepaku będzie oferowała znaczącą ilość śrutę rzepakowej również na rynkach wschodnich (Europa jest największym światowym producentem rzepaku z udziałem 35,9% w światowej produkcji).

Produkcja i handel zbożem

Według danych USDA produkcja pszenicy na terenie Ukrainy w sezonie 2009/10 roku obliczona została na 20,9 mln ton z czego 9,2 mln ton zastało wyeksportowanych za granicę. Import tego zboża był śladowy (0,1 mln ton). W sezonie 2010/2011 szacuje się, że plony pszenicy na Ukrainie wyniosą 20,0 mln ton, co również przełożyły się na spadek eksportu (7,5 mln ton). OECD prognozuje, że w latach 2010 – 2019 produkcja analizowanego zboża wzrastać będzie na Ukrainie średnio o 0,9% rocznie. Wzrost światowej produkcji w tym samym okresie średnio szacowany jest na 1,1% rocznie. Podobnie jak w przypadku nasion słonecznika i roślin oleistych podstawowym zagrożeniem dla rozwoju rolnictwa na Ukrainie jest panująca dekonunktura w gospodarce i problemy ze zwrotem podatku VAT eksporterom.

Produkcja i magazynowanie pszenicy na Ukrainie (mln ton)

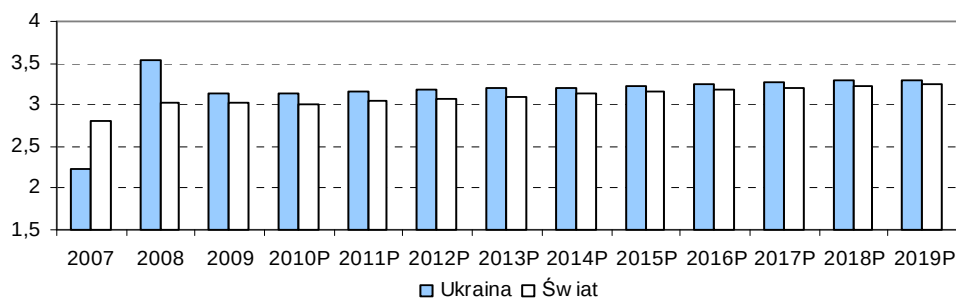


Źródło: OECD-FAO Agricultural Outlook 2009-2019

Według szacunków OECD wielkość eksportu pszenicy z Ukrainy będzie wzrastać w znacznie większym tempie aniżeli jej produkcja. Spodziewane jest, że w latach 2010 - 2019 średnio corocznie wielkość eksportu pszenicy ujęta w tonach wzrastać będzie w tempie 1,4%, wobec 0,8% wzrostu produkcji w analogicznym okresie. Coraz mniejszy popyt wewnętrzny jest rezultatem zmniejszającej się populacji na terenie wschodniego sąsiada. Powoduje to, że rynek handlu pszenicą posiada więc znacząco lepsze perspektywy rozwoju aniżeli rynek jej produkcji.

USDA szacuje, że efektywność uprawy pszenicy na Ukrainie w sezonie 2009/2010 wyniosła 3,1 ton z hektara, podczas gdy światowa efektywność w analogicznym okresie wyniosła 3,0 ton z hektara. Wyższe aniżeli na świecie plony uzyskiwane z hektara wynikają z wysokiej jakości ziemi pod jakimi zasiewane są rośliny rolnicze. Pomimo tego, że użycie nawozów na Ukrainie jest znacznie mniejsze, niż w krajach Unii Europejskiej, a rolnictwo jest stosunkowo mało zmechanizowane, to OECD prognozuje, że w wyniku intensyfikacji rolnictwa w przyszłości (do 2019 roku) efektywność produkcji pszenicy na Ukrainie wzrośnie o 5,0% wobec 7,5% wzrostu na świecie.

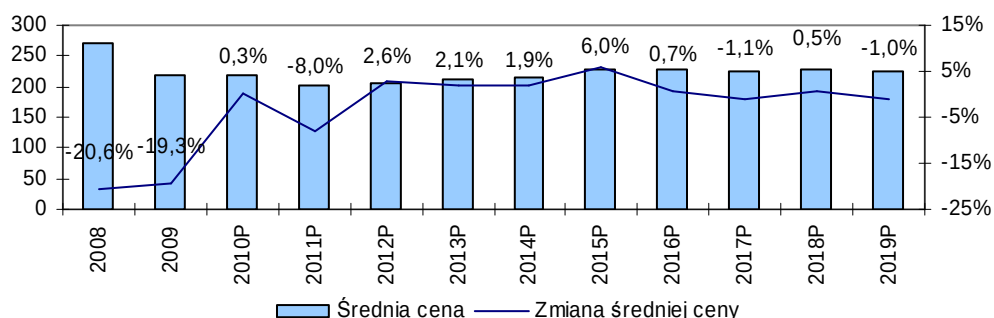
Efektywność upraw pszenicy na Ukrainie i na Świecie (ton z ha)



Źródło: OECD-FAO Agricultural Outlook 2009-2019

OECD prognozuje, że ceny pszenicy na rynku światowym w latach 2010 – 2019 wzrastać będą w tempie średnio 0,4% rocznie. Największy wzrost spodziewany jest w latach 2012-2015 (średnio 3,1% rocznie), natomiast później OECD spodziewa się, że ceny będą się zmieniały w dużo niższym tempie (średnio -0,2% rocznie). Ceny pszenicy na światowym rynku będą podążały ściśle za popytem generowanym po stronie konsumpcji. Szybsza dynamika wzrostu gospodarczego występująca w krajach rozwijających się o dużej populacji, będzie miała na to swój szczególny wpływ (Egipt, kraje Północno Afrykańskie, kraje Bliskiego Wschodu). W sumie Egipt odpowiada za 7,3% światowego importu pszenicy, bliski wschód 16,1%, a północna Afryka 16,9%. Wzrost zamożności tych krajów przełoży się bezpośrednio na wydatki konsumpcyjne związane z żywnością. Spodziewany jest również znaczny import ze strony takich krajów jak Algieria, Brazylia, czy Indonezja. W niektórych krajach jak na przykład Arabi Saudyjskiej ze względu na niedobór wody, zdecydowano się na zmniejszenie upraw pszenicy i zwiększenie jej importu.

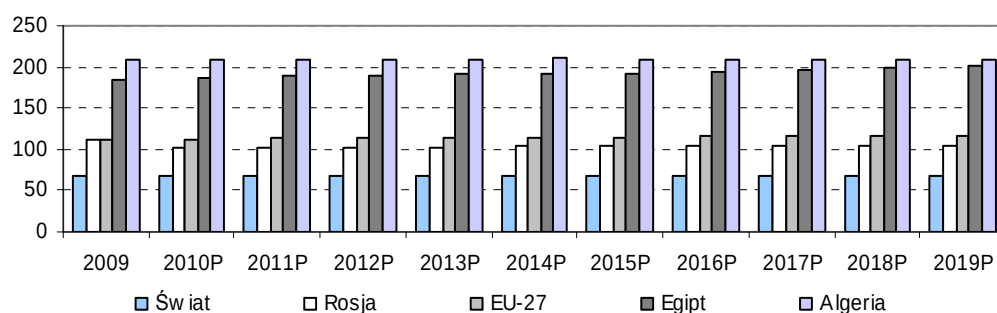
Prognozowane ceny pszenicy na świecie (USD za tonę)



Źródło: OECD-FAO Agricultural Outlook 2009-2019

W stosunkowo bliskim sąsiedztwie Ukrainy znajdują się kraje, których populacje charakteryzują się znaczącą ilością konsumowanej pszenicy na jednego mieszkańca. Są to na przykład Rosja, Turcja, kraje Unii Europejskiej i niektóre kraje Afryki północnej (np. Egipt). Bliskość tych rynków i znaczące zapotrzebowanie na zboża, sprawia, że są one potencjalnymi rynkami eksportowymi dla produkcji rolnej wytwarzanej na Ukrainie. Pojemnym, aczkolwiek samowystarczalnym rynkiem produktów zbożowych jest Rosja. Niemniej jednak znaczący areał uprawny i ekstensywny model produkcji rolnej sprawiają, że wielkość importowanego zboża z Ukrainy jest raczej znikoma. Mieszkańcy Unii Europejskiej w 2009 roku średnio konsumowali rocznie 112,1 kg pszenicy na jedną osobę wobec średnio 67,8 kg pszenicy rocznie na świecie. Największą konsumpcję spośród wymienionych krajów w 2008 roku posiadał Egipt i Algieria (odpowiednio 184,4 kg i 209,2 kg pszenicy na mieszkańca).

Konsumpcja pszenicy na jednego mieszkańca w wybranych regionach i krajach w latach 2007 – 2018



Źródło: OECD-FAO Agricultural Outlook 2009-2019

OECD spodziewa się, że mimo wzrostu bogactwa w szybko rozwijających się krajach Dalekiego Wschodu o dużej populacji (Chiny, Indie) raczej nie nastąpi znacząca zmiana gustów konsumpcyjnych związanych z konsumpcją produktów zbożowych. OECD estymuje, że w latach 2009 – 2019 konsumpcja pszenicy na mieszkańca zmieni się o -6,6% w Chinach i nie zmieni się w Indiach. Obecnie oba wymienione kraje produkują wystarczającą ilość zboża by sprostać krajowej konsumpcji. W Egipcie prognozuje się, że poziom konsumpcji na jednego mieszkańca pozostanie na zbliżonym do obecnego poziomie. Wzrost spożycia pszenicy na jednego mieszkańca będzie w kolejnych latach następował w takich krajach jak Indonezja, Wietnam i co niektórych krajach Azjatyckich. Globalnie spożycie pszenicy per capita w przyszłości jest spodziewane na wyższym niż obecnie poziomie (średni wzrost +0,2% rocznie). Ze względu na niższy poziom cenowy pszenicy w porównaniu do kukurydzy przewiduje się pewne wykorzystanie tego zboża również jako paszy dla zwierząt. Między innymi w Europie spodziewane jest że na kraje tego kontynentu przypadnie 50% światowego zapotrzebowania na paszę pszeniczną.

W ostatnich pięciu latach 5 największych światowych eksporterów pszenicy (USA, Australia, Unia Europejska, Argentyna i Kanada) odpowiadało za 70% światowego eksportu tego zboża. USDA spodziewa się, że w skutek zwiększenia eksportu z regionu Morza Czarnego wielkość światowego eksportu przypadająca na 5 wyżej wymienionych krajów spadnie do 55% w perspektywie dziesięcioletniej. Spadek eksportu i produkcji pszenicy spodziewany jest między innymi w Kanadzie, jako że kraj ten coraz więcej arealu przeznacza pod uprawę jęczmienia i roślin oleistych.

USDA szacuje, że w sezonie 2010/2011 światowa produkcja pszenicy spadnie o 2,8% r/r, ale deficyt nie przekroczy 1% poziomu światowej konsumpcji. Prognozy te jednak nie uwzględniają strat z powodu suszy w regionie Morza Czarnego, co sprawia, że deficyt będzie prawdopodobnie znacznie większy niż się wcześniej spodziewano.

Oprócz pszenicy Spółka sprzedaje takie zboża jak jęczmień, słonecznik, kukurydza, soja i rzepak.

Jęczmień

W przypadku jęczmienia, w sezonie 2010/2011 USDA szacuje, że produkcja będzie mniejsza niż spożycie o 5,9% wobec 3,5% nadwyżki rok wcześniej. Areal przeznaczony pod uprawę tego zboża spadnie w bieżącym sezonie o 5,7% r/r, wobec 0,1% spadku r/r w sezonie wcześniejszym. Wśród krajów będących znaczącymi producentami jęczmienia największe spadki produkcji szacowane są w Rosji (-27,4% r/r), Kanadzie (-11,8% r/r) i w Europie (-8,0% r/r). Ukraina będąca trzecim światowym producentem jęczmienia odnotuje spadek produkcji rzędu 11,0% r/r. W przyszłości głównymi kierunkami eksportowymi będą kraje Północno Afrykańskie oraz Bliskiego Wschodu. Wciąż istotnym rynkiem eksportowym pozostanie Arabia Saudyjska, w której jęczmień jest w dużym stopniu wykorzystywany jako karma dla owiec, baranów i wielbłądów. Również znacząco większe zapotrzebowanie na to zboże generowane będzie przez takie kraje jak Algieria, Maroko, czy Tunezja. Ciekawe perspektywy rysują się przed eksportem jęczmienia do Chin, gdzie zboże to przetwarzane jest w bardzo dynamicznie rozwijającym się sektorze browarniczym. Oprócz Rosji i Ukrainy kierunki z jakich będzie sprowadzany jęczmień, to Australia, Kanada i kraje Unii Europejskiej.

Słonecznik

W przypadku słonecznika, szacowane jest, że w sezonie 2010/2011 nadwyżka produkcji wyniesie 1%, wobec 2% deficytu rok wcześniej. Areal przeznaczony pod tą uprawę wzrośnie o 7,8% r/r. Głównymi producentami słonecznika są Rosja (22,2% światowej produkcji), kraje Unii

Europejskiej (20,9%), Ukraina (20,7%) i Argentyna (10,1%). W większości tych krajów ziarna przetwarzane są bezpośrednio na olej słonecznikowy. W przyszłości można się spodziewać zwiększenia produkcji słonecznika na terenie Rosji i Ukrainy, gdyż oba te kraje posiadają dobre warunki do tej uprawy.

Kukurydza

Szacowane jest, że deficyt kukurydzy w gospodarce światowej wyniesie w sezonie 2010/2011 0,5% wobec 0,4% nadwyżki sezon wcześniej. Areal przeznaczony pod uprawę tego zboża na Ukrainie wzrośnie o 23,8% r/r wobec 1,8% r/r wzrostu na świecie. Głównym rynkiem z jakiego kierowany jest eksport kukurydzy są Stany Zjednoczone. W sumie odpowiadają one za ponad 50% światowego handlu tym zbożem. Innym znaczącym eksporterem jest Argentyna (15,7% światowego eksportu) i Brazylia (7,9% światowego eksportu), które zaopatrują w kukurydzę znaczną część Ameryki Południowej, a zboże to jest w tej części świata stosowane w znacznej mierze jako pasza dla zwierząt. W naszym regionie ważnymi producentami kukurydzy są kraje Unii Europejskiej (6,8% światowej produkcji) oraz Ukraina (1,6% światowej produkcji). Ciekawym rynkiem docelowym kukurydzy będą Chiny, ze względu na zwiększający się segment produkcji rolnej zwierząt i chłonny przemysł. W Ameryce Północnej chłonnym rynkiem kukurydzy wciąż pozostanie Meksyk ze względu na rozwijający się segment chowu drobiu.

Soja

USDA szacuje, że w bieżącym sezonie światowa nadwyżka produkcji soi wyniesie 1,5% wobec 10,2% nadwyżki rok wcześniej. Areal uprawny nie będzie ulegał znaczącym zmianom. Trzej najwięksi eksporterzy soi (USA, Brazylia i Argentyna) odpowiadają za obroty rzędu 90% światowego handlu soją. W przyszłości jednak spodziewane jest, że na rynku tym swoją sprzedaż znacząco zwiększać będą takie kraje jak Urugwaj, Paragwaj, czy Boliwia. W Europie z kolei główną rolę odgrywają Rosja i Ukraina. W kolejnych dziesięciu latach USDA spodziewa się, że eksport soi z Ukrainy wzrośnie o prawie 50%. Głównymi rynkami zbytu soi będą kraje Unii Europejskiej, Chiny i kraje Azji wschodniej (Japonia, Południowa Korea i Tajwan). Na zachodnim kontynencie z kolei znaczące zapotrzebowanie zgłaszać będą Meksyk i Argentyna. Kraje Unii Europejskiej jak na razie są największym światowym importerem soi.

Rzepak

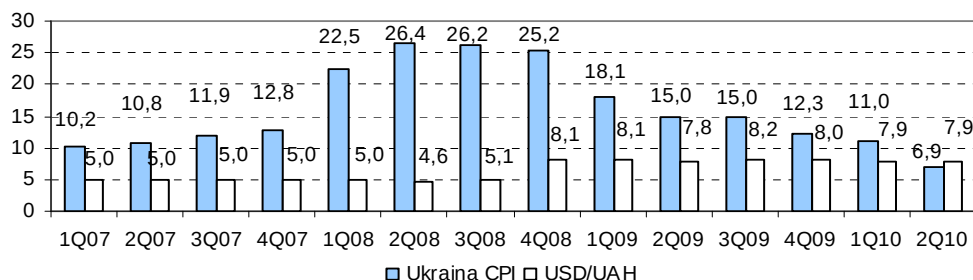
Według szacunków USDA w sezonie 2010/2011 światowy deficyt produkcji rzepaku nad jego konsumpcją wyniesie 2,7% wobec 0,6% nadwyżki rok wcześniej. Do największych globalnych producentów rzepaku należą Unia Europejska (35,6% światowej produkcji), Chiny (22,1% światowej produkcji) i Kanada (17,6% światowej produkcji). W większości tych krajów rzepak używany jest do produkcji oleju roślinnego oraz biokomponentu paliwa, z kolei pozostała śruta rzepakowa wykorzystywana jest jako pasza dla zwierząt. Głównymi światowymi eksporterami nasion rzepaku są Kanada (55,9% światowego eksportu), Ukraina (19,5% światowego eksportu) i Australia (16,3% światowego eksportu). Największym importerem w regionie, mimo posiadanych znaczących mocy produkcyjnych są kraje Unii Europejskiej (25,6% światowego importu).

Sytuacja Ekonomiczna na Ukrainie

W 4Q2008 realny produkt krajowy brutto na Ukrainie spadł o 7,8% r/r. Towarzyszyła temu wysoka inflacja (25,2% r/r) i osłabienie waluty krajowej (+ 58,8% r/r). Kilka kwartałów później dynamika PKB spadała o więcej jak 15% r/r. Obecnie gospodarka ukraińska odnotowuje wzrosty (w 2Q10 PKB +6,0% r/r), ale wciąż o końcu kryzysu mówić jest trudno (ograniczona akcja kredytowa banków i spadek realnych wydatków związanych ze sprzedażą detaliczną), a pamiętać należy, że zeszłoroczna baza znajduje się na bardzo niskim poziomie. Osłabienie koniunktury gospodarczej na Ukrainie ma szczególnie wpływ na popyt wewnętrzny, w tym również na artykuły rolne jak i spożywcze. W poprzednich kwartałach miało to wyraźny wpływ na osłabienie się popytu na oleje słonecznikowe i obniżenie się średnich cen detalicznych w 1Q2009 (ceny olejów roślinnych na Ukrainie były o 14,9% r/r niższe). Obecnie te powoli ulegają stabilizacji, a wolumeny sprzedaży zaczynają się odbudowywać. Na znacznym osłabieniu lokalnej waluty wydają się korzystać eksporterzy i zorientowany na sprzedaż zagraniczną przemysł (w szczególności przemysł ciężki). Natomiast ożywienie w zakresie sprzedaży detalicznej jest obecnie mało zauważalne i prawdopodobnie dopiero rok 2011 przynieść może odreagowanie w tej materii.

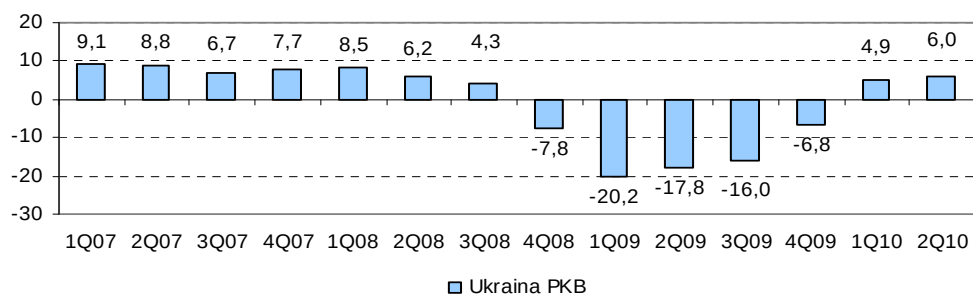
Osłabienie koniunktury gospodarczej na Ukrainie ma pozytywny wpływ na wyniki generowane przez Spółkę Kernel. Spadek wartości ukraińskiej waluty sprawia, że Spółka może kupować produkty rolne na lokalnym rynku po względnie niskich cenach i sprzedawać je po konkurencyjnych cenach na międzynarodowym rynku.

Notowania UAH/USD i wskaźnik inflacji konsumenckiej (%) na Ukrainie



Źródło: DI BRE Banku

Wskaźnik produktu krajowego brutto na Ukrainie (%)



Źródło: DI BRE Banku

Wyniki 3Q2010 (1Q2010)

W trzecim kwartale roku obrotowego 2009/2010 roku przychody ze sprzedaży Spółki były o 32,5% r/r wyższe. Wysoka dynamika sprzedaży miała miejsce w segmentach związanych z produkcją butelkowanego oleju słonecznikowego oraz oleju słonecznikowego luzem, których sprzedaż wzrosła o odpowiednio +32,1% r/r i +73,6% r/r. Odbijało się to za sprawą wyższych 34,0% r/r cen olejów słonecznikowych oraz wyższych o 111,5% r/r wolumenów sprzedaży w segmencie oleju sprzedawanego luzem. W segmencie oleju butelkowanego średnie ceny sprzedaży były o 18,1% r/r wyższe, a wolumen sprzedaży o 11,8% r/r wyższy. Przychody segmentu związanego z handlem zbożem były o 23,4% r/r wyższe, głównie za sprawą wyższych o 18,6% r/r wolumenów sprzedaży zboża oraz wyższych cen zbóż (pszenica +10,8% r/r, jęczmień +12,1% r/r, kukurydza +47,8% r/r).

Zysk operacyjny spadł o 6,9% r/r, z czego największy spadek miał miejsce w segmencie handlu zbożem (-40,5% r/r). Było to związane z wysoką bazą 3-go kwartału (1Q09) w związku z osłabieniem się lokalnej waluty na przełomie 3-go i 4-go kwartału 2008 roku. Spółka zboże kupowała w 1Q09 (3Q08) w zamian za hrywnę, a część z tego sprzedawała za dolary w 3Q09 (1Q09). Między 3Q09 (1Q09), a 1Q09 (3Q08) średni kurs UAH/USD wzrósł o 71,4% r/r, co wygenerowało dodatkowy zysk na zmianie kursu walutowego. Na marżę operacyjną segmentów związanych z produkcją olejów negatywny wpływ miał wzrost cen ziaren słonecznika o 55,3% r/r przy wzroście cen olejów o 34,0% r/r i spadku cen śruty słonecznikowej o 20,1% r/r. To spowodowało, że średnia wartość marży modelowej była o 36,2% niższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Słabsze w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego warunki makroekonomiczne dla producentów oleju słonecznikowego spowodowały, że przy znacznym wzroście wolumenu sprzedaży oleju luzem (+111,5% r/r) wartość EBIT wzrosła o 5,4% r/r, z kolei wartość EBITDA na tonaż przerobionego słonecznika spadła o 51,1% r/r. W segmencie sprzedaży oleju butelkowanego pozytywnie na wyniki działała wyższa niż w analogicznym okresie rok wcześniej cena sprzedaży o 18,1% r/r oraz wyższy o 11,8% r/r wolumen obrotu. Wartość operacyjna segmentu wzrosła w sumie o 28,3% r/r, a wartość EBITDA na tonaż przerobionych ziaren słonecznika wzrosła o 0,3% r/r. Wartość zysku netto była o 15,3% r/r niższa, głównie za sprawą niższego wyniku operacyjnego o 6,9% r/r oraz niższego zysku z tytułu różnic kursowych (1,0 mln USD wobec 4,1 mln USD zanotowanych w 3Q09 (1Q09)).

Po trzecim kwartale roku obrotowego Spółka wykonała prognozę Zarządu odnośnie przychodów ze sprzedaży w 74,5%, wartości EBITDA w 72,9% i zysku netto w 79,0%.

Rachunek zysków i strat Grupy Kernel w 3Q2010 (1Q2010)

(mln USD)	2008	2009	zmiana	3Q2009	3Q2010	zmiana	Wykonanie prognozy Zarządu po 3Q10
Przychody	663,1	1 047,1	57,9%	203,4	269,4	32,5%	74,5%
Butelkowany olej słonecznikowy	147,1	122,0	-17,1%	21,7	28,6	32,1%	
Olej słonecznikowy luzem	325,1	256,9	-21,0%	50,5	87,6	73,6%	
Usługi przeładunku zboża i usługi transportowe		53,1		5,8	4,7	-19,0%	
Rolnictwo	20,3	48,3	138,2%	0,6	0,2	-63,5%	
Zboże	212,1	583,1	174,9%	118,7	146,5	23,4%	
Usługi przechowywania zboża	25,3	40,7	60,6%	4,1	1,8	-56,7%	
EBIT	111,6	166,6	49,4%	48,8	45,4	-6,9%	
marża EBIT	16,8%	15,9%		24,0%	16,8%		
EBITDA	123,2	190,1	54,2%	54,1	50,2	-7,1%	72,9%
marża EBITDA	18,6%	18,2%		26,6%	18,6%		
Zysk netto	83,2	135,5	62,9%	47,2	40,0	-15,3%	79,0%

Źródło: DI BRE Banku

Inwestycje Spółki

Spółka w 2011 roku (2010/2011) planuje wydatki inwestycyjne opiewające na 40 mln USD. Zarząd planuje również akwizycje na rynku rosyjskim. Dotyczą one spółek działających w branży produkcji rolnej oraz wytwórców olejów roślinnych. Nie ujawnia jednak konkretnych nazw przedsiębiorstw.

Akwizycja spółki Allseeds

Kernel w dniu 13 stycznia 2010 roku zawarł warunkową umowę kupna (call option agreement) kontrolnego pakietu akcji spółki Allseeds za 42 mln USD. Spółka 18 stycznia 2010 złożyła również wiążącą ofertę kupna 37,6% akcji akcjonariuszy mniejszościowych Allseeds, za kwotę bazową w wysokości 28 mln USD. Wartość ta zostanie następnie skorygowana w dwóch możliwych scenariuszach. Pierwszy zakłada korektę sumy do wypłaty odpowiednio do wysokości kapitału obrotowego i zadłużenia netto Allseeds według stanu na 31 marca 2010. Drugi z kolei uwzględnia korektę w oparciu o przeciętne wskaźniki Allseeds EV/EBITDA oraz P/E według stanu na 31 marca 2009 i 31 marca 2010 (podstawą oferty jest wartość przedsiębiorstwa Allseeds szacowana na 222 mln USD). Po uzyskaniu zgody lokalnego urzędu antymonopolowego Kernel nabył i kontroluje około 94% koncernu Allseeds (za około 70 mln USD Spółka będzie konsolidowana począwszy od 4Q10(2Q10)). Aktywa produkcyjne Allseeds obejmują zakłady ekstrakcji oleju, elewatory zbożowe oraz terminal do przeładunku i eksportu oleju zlokalizowany na Ukrainie. Allseeds w 2007 roku była trzecim największym producentem oleju słonecznikowego na Ukrainie z 25-27% udziałem w rynku. Spółka posiada dwa zakłady przerobu słonecznika o łącznej mocy 595 tys. ton słonecznika rocznie oraz 16 elewatorów o łącznej pojemności 600 tys. ton. Port przeładunkowy Allseeds dysponuje mocami przeładunkowymi 1,2 mln ton oleju słonecznikowego rocznie, oraz 0,17 mln ton śrutę słonecznikowej rocznie. Spółka posiada również przedstawicielstwa zlokalizowane w Kijowie, Genewie i Kairze trudniące się handlem. W zeszłym sezonie zakłady olejowe Allseeds przetwarzały na poziomie 95% wykorzystania własnych mocy przerobowych. Jak na razie jednak Kernel nie ujawnia wyników finansowych przejmowanego przedsiębiorstwa, co sprawia, że trudno jest oszacować skonsolidowane wyniki na kolejny rok.

Opodatkowanie zysków Grupy Kernel

Średniorocznie Zarząd Kernel spodziewa się skonsolidowanego opodatkowania dochodów grupy w przedziale 5% do 7%. Jest to wynikiem tego, że około 80% przychodów Spółki pochodzi z wymiany międzynarodowej, a spółki zależne zajmujące się taką wymianą znajdują się pod jurysdykcją rajów podatkowych jak Szwajcaria czy Panama. Na Ukrainie podatek dochodowy od osób prawnych wynosi 25%, z tym wyjątkiem, że przedsiębiorstwa trudniące się rolnictwem są opodatkowane ryczałtowo (FAT).

Ryzyka związane z działalnością Spółki

Nieurodzaj

Zjawiska atmosferyczne, jak i katastrofy naturalne mają znaczący wpływ na wielkość upraw uzyskiwanych w rolnictwie. Mimo poniesienia znaczących kosztów mających na celu zwiększenie produkcji rolnej (intensyfikacja produkcji) pogoda i zjawiska atmosferyczne mogą znacząco wpłynąć na ilość zbieranych plonów. Obecna wiedza na temat zjawisk atmosferycznych nie pozwala na dzień dzisiejszy przewidzieć kiedy i na jaką skalę możemy

mieć do czynienia z niesprzyjającymi warunkami pogodowymi. Zmniejszenie planów prowadzić może do obniżenia rentowności poszczególnych segmentów produkcji rolnej, obniżyć wykorzystanie mocy elewatorów i portu przeładunkowego. Może się również okazać, że w przypadku roślin oleistych występuje niedostatek głównego surowca produkcyjnego, lub, że zasoby krajowe ograniczają możliwości handlowe zbożem. Zjawiska pogodowe mają decydujące znaczenie dla wyników Spółki Krenel.

Wymogi i normy jakościowe na zboże i produkty żywnościowe

W roku 2008 przemysł olejowy na Ukrainie ucierpiał na skutek kilku przypadków zanieczyszczenia olei roślinnych przetworami naftowymi. To spowodowało, że na pewien okres wprowadzone zostało moratorium na import olejów do Unii Europejskiej. Obecnie wprowadzona ścisła kontrola w zakresie jakości olejów pozwoliła na ponowny eksport olejów do krajów UE bez ograniczeń. Wszystkie zakłady olejowe Grupy Kernel zostały poddane certyfikacji według norm HACCP, co pozwala na eksport olejów do UE bez żadnych limitów ilościowych.

Ograniczenia eksportowe

W przypadku wystąpienia mniejszej produkcji rolniczej, bądź zawirowań prowadzących do wzrostu cen krajowych produktów żywnościowych rząd ukraiński może wprowadzić ograniczenia eksportowe. Kwoty eksportowe mają chronić obywateli przed znaczącym wzrostem cen podstawowych produktów żywnościowych. W przypadku nałożenia takich ograniczeń spółka może znacząco odczuć spadek przychodów związanych z eksportem towarów. Jest to szczególnie niebezpieczne ze względu na fakt, że niemalże wszystkie kredyty bankowe i leasingowe denominowane są w USD, więc w przypadku mniejszych wpływów dolarowych i zawirowań na rynku walutowym Spółka znacząco może odczuć wprowadzenie tymczasowych ograniczeń eksportowych.

Konkurencja rynkowa

Konkurencja w branży jak na razie nie stanowi zagrożenia dla Spółki. Wejście na rynek handlu wymaga od potencjalnego rywala zbudowania solidnej struktury od skupów, poprzez elewatory i port przeładunkowy. Jak na razie mimo formułowanych zapowiedzi na rynku nie pojawili się znaczący konkurenci mogący zagrozić pozycji rynkowej grupy Kernel.

Zmniejszenie produkcji biopaliw

Zmniejszenie produkcji biopaliw ciekłych może mieć decydujące znaczenie na kształtowanie się cen roślin oleistych i produktów oleistych. Gdyby nastąpiła zmiana polityki promowania biokomponentów i biopaliw wówczas Spółka może odczuć spadek przychodów na wytwarzane przez siebie produkty.

Koniunktura gospodarcza i sytuacja polityczna na Ukrainie

Gospodarka naszego wschodniego sąsiada weszła w znaczący kryzys, co odbiło się w dużej skali na przedsiębiorstwach produkcyjnych. Osłabienie koniunktury nie ominęło również branży spożywczej, która mimo że korzystała na proeksportowym nastawieniu rolnictwa, to musiała się zmierzyć z zacieśnieniem polityki kredytowej lokalnych banków. Jeżeli sytuacja gospodarcza na Ukrainie uległaby dalszemu pogorszeniu, a ratingi długu publicznego uległaby pogorszeniu, to wówczas zwiększyłoby to ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej Kernela.

Sytuacja polityczna na Ukrainie podlega ciągłym zmianom. Na arenie politycznej często trudno jest o porozumienie. Niepewność w zakresie polityki Ukrainy sprawia, że również biznes nie czuje się być w sytuacji komfortowej. Nagłe zmiany legislacyjne mogą źle oddziaływać na działalność operacyjną Spółki. Istotnym zagrożeniem jest również problem zwrotu nadpłaconego podatku VAT ukraińskim eksporterom.

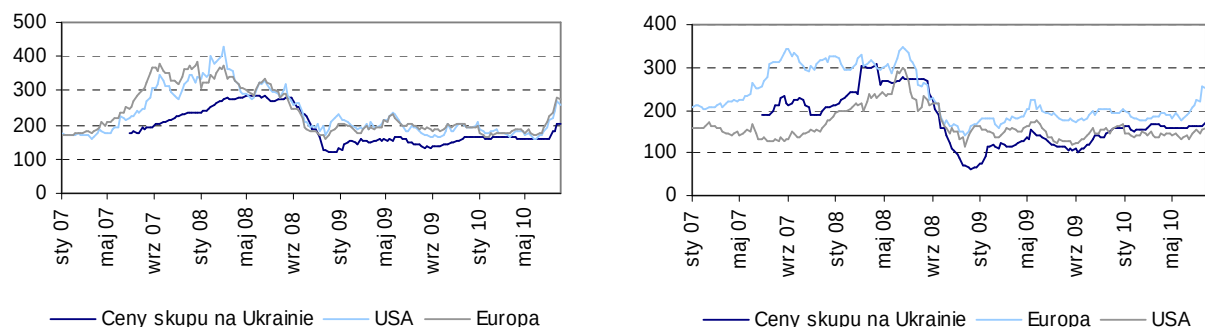
Prognoza wyników

Prognoza zbiorów na Ukrainie w sezonie 2010/2011

W bieżącym sezonie z powodu dotkliwej suszy jaka nawiedziła region Morza Czarnego Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy już dwukrotnie obniżało prognozę produkcji zbóż na terenie kraju. Pierwsza 24 czerwca 2010 zmniejszyła oczekiwaną wielkość zbiorów zbóż na Ukrainie z 46-47 mln ton do 45-45,5 mln ton, a kolejna do 42 mln ton. Dla porównania wielkość zbiorów w sezonie 2008-2009 wyniosła 46 mln ton. Ponadto Ministerstwo Rolnictwa spodziewa się, że w sezonie 2010-2011 Ukraina wyeksportuje łącznie około 15 mln ton zbóż (-29,3% r/r) wobec wcześniejszych prognoz na poziomie 18,5 mln ton zbóż, 21 mln ton i 24 mln ton (w sezonie 2009/2010 wyeksportowano 21,2 mln ton zbóż). Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy zapowiedziało możliwość wprowadzenia czasowych kwot eksportowych na pszenicę i jęczmień w wysokości 2,5 mln ton ziarna od 15 września do końca grudnia bieżącego roku. Kwoty te nie obejmą

zboża obecnie stacjonującego w portach (1 mln ton) oraz zboża jakie dotychczas w bieżącym sezonie zostało wyeksportowane poza granice kraju (2,3 mln ton ziarna). Oznaczałoby to, że do grudnia bieżącego sezonu z Ukrainy eksporterom uda się wyeksportować około 5,8 mln ton ziarna wobec około 7,26 mln ton ziarna w analogicznym okresie roku poprzedniego (spadek o 20,1% r/r). Ograniczenia eksportowe mają uchronić mieszkańców kraju przed skutkami potencjalnego braku zbóż na Ukrainie i związanym z tym wzrostem cen żywności. Na konkurencyjność zboża ukraińskiego z pewnością wpłynąć będzie brak konkurencji ze strony rosyjskich eksporterów. Ministerstwo tego ostatniego w sezonie 2010/2011 spodziewa się produkcji zbóż na terenie Rosji na poziomie 70-75 mln ton, wobec 97 mln ton zbóż w sezonie 2009/2010, a mniejsza ilość zbiorów sprawiła, że Premier Rosji – Vladimir Putin – zdecydował się na wprowadzenie czasowego embarga na eksport zbóż w tym pszenicy, jęczmienia, żyta, oraz kukurydzy. Embargo zostało wprowadzone na czas od 15 sierpnia bieżącego roku do 31 grudnia 2010.

Ceny pszenicy i kukurydzy na światowych rynkach od początku 2009 roku (USD)



Źródło: Bloomberg; Dł BRE Banku

Nadpłacony podatek VAT

Naszym zdaniem obecnie największym problemem dla spółek zajmujących się handlem zbożem na Ukrainie jest problem ze zwrotem nadpłaconego podatku VAT dla eksporterów. Dalsze opóźnienie zwrotu podatku VAT (obecne zobowiązania Ukrainy z tytułu podatku VAT sięgają 25 mld UAH (ponad 3,2 mld USD)) powoduje, że eksporterzy zmuszeni będą obniżać ceny skupu na rynku lokalnych przerzucając tym samym własne obciążenia na producentów rolnych. Jeśli jednak, tego nie da się osiągnąć to podwyższenie eksportowej ceny produktów rolnych może się przemieścić na niższą atrakcyjność cenową ukraińskich produktów rolnych i w kolejnym sezonie zwiększyć zainteresowanie produktami oferowanymi przez rosyjską konkurencję. Prawdopodobieństwo szybkiego zwrotu podatku VAT w gotówce eksporterom jest praktycznie zerowe. W 2009 roku deficyt budżetowy Ukrainy sięgnął kwoty 21,6 mld UAH, co odpowiadało 2,4% poziomu PKB, natomiast zadłużenie publiczne wzrosło do 33% poziomu PKB. Gdyby nie jednorazowe zabiegi ministerstwa finansów związanych z poborem podatków z wyprzedzeniem, czy brakiem zwrotu podatku VAT eksporterom w rzeczywistości deficyt budżetowy wyniósłby 76 mld UAH (8,3% poziomu PKB). Dodatkowo konflikty polityczne sprawiły że w 2010 rok Ukraina weszła bez nowego budżetu państwa, co oznacza obowiązek funkcjonowania w oparciu o budżet zeszłoroczny. Dopiero 27 kwietnia Rada Najwyższa Ukrainy przyjęła budżet na 2010 rok zakładający deficyt na poziomie 5,33% PKB. Tym niemniej 5% deficyt budżetowy uda się utrzymać tylko pod warunkiem wysokiej dyscypliny podatkowej, oraz podjęcia reform mających na celu zmniejszenie wydatków publicznych. Rząd Ukrainy zapowiada zwrot zaległego podatku VAT w postaci 5 letnich obligacji skarbu państwa. Takie rozwiązanie, jak dotychczas zaakceptowało 809 firm, które z początkiem lipca obejmą obligacje o równowartości 5,2 mld hrywien (Rząd łącznie planuje wyemitować obligacje na łączną sumę 16,7 mld UAH). Istotnym problemem, z punktu widzenia eksporterów wydaje się być oprocentowanie wyżej wymienionych instrumentów finansowych. Domagają się oni rentowności przynajmniej na poziomie stopy redyskontowej weksli (8,5%), podczas gdy rząd proponuje im 5,5% rentowność w skali roku. W pierwszych miesiącach po objęciu obligacji, duża część eksporterów będzie z dużym prawdopodobieństwem zdeterminowana, aby natychmiastowo odzyskać choć część należności, co powodować będzie, że te będą handlowane z dyskontem. Jeśli zatem eksporter będzie chciał uzyskać z powrotem całą kwotę, to będzie zmuszony czekać, aż do wykupu obligacji (5 lat). Kernel zastrzega, że nie będzie chciał sprzedawać obligacji VAT-owych przed terminem ich zapadalności i już obecnie Zarząd Spółki prowadzi rozmowy z lokalnymi bankami dotyczące możliwości udzielenia kredytu (jeśli zaszłaby taka potrzeba) pod zastaw wyżej wymienionych papierów wartościowych. Uregulowanie zobowiązań Ukraińskiego Skarbu wobec eksporterów jest wymagana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który udzielił wsparcia finansowego budżetowi Ukrainy. Pomoc międzynarodowej instytucji uzależniona była i jest od tego czy rząd będzie w stanie prowadzić budżet w sposób, aby na bieżąco regulować własne zobowiązania. Z drugiej strony,

nawet nie uwzględniając mechanizmu przymusu jaki zastosował MFV, dalsze zwleknięcie rządu z wypłatą nadpłaconego podatku VAT będzie miało drastyczny wpływ na kondycję płynnościową nie tylko spółek zajmujących się handlem płodami rolnymi, ale również przemysłu nakierowanego na sprzedaż eksportową. Jeśli więc rząd nie ma zamiaru szkodzić własnej gospodarce, to będzie on zmuszony na bieżąco regulować zobowiązania z tytułu nadpłaconego podatku VAT. Spodziewamy się, że część zobowiązań Rządu zostanie zamieniona na obligacja do końca bieżącego roku, a w następnym roku Rząd będzie płacił zobowiązania na bieżąco.

Dobre makro dla producentów oleju słonecznikowego

W segmencie przerobu olejów słonecznikowych Spółka, bez przejmowanego obecnie koncernu Allseeds posiada moce przerobowe na poziomie 1,47 mln ton nasion słonecznika rocznie. To z kolei odpowiadało 23,2% produkcji ziaren słonecznika w 2009 roku (sezonie 2008/2009) na Ukrainie. Wraz z przejmowanym Allseeds (przetwarzanie 595 tys. ton słonecznika rocznie) Grupa będzie mogła wytworzyć do 909,1 tys. ton oleju słonecznikowego rocznie, czyli około 34,4% wytwarzanego na terenie Ukrainy produktu w sezonie 2009/2010. Zarząd zapowiada, że w kolejnym (2010/2011) sezonie niewykluczone jest, aby grupie udało się przerobić między 1,8 do 1,9 mln ton słonecznika w całym roku obrotowym (87-92% obłożenia mocy produkcyjnych). Wszystko zależy jednak od ilości zgromadzonych nasion słonecznika. Obecne prognozy USDA na sezon 2009/2010 przewidują produkcję słonecznika na terenie Ukrainy na poziomie 6 mln ton (-7,7% r/r), a grupa Kernel spodziewa się zbiorów na poziomie 7-8 mln ton. Aby Grupa Kernel przetworzyła w kolejnym sezonie zakładaną ilość nasion słonecznikowych, musiałaby zgromadzić 25,4% prognozowanej produkcji na terenie Ukrainy. Jest to możliwe o ile weźmiemy pod uwagę, że słonecznik w sezonie 2009/2010 był najbardziej rentowną uprawą rolną (41,7%), co z pewnością skłoniło wiele zakładów rolnych do zwiększenia areálu produkcji słonecznika. Jeszcze na początku sezonu ministerstwo Rolnictwa Ukrainy spodziewało się, że zasiew słonecznika w bieżącym roku ulegnie obniżeniu jako że uprawa ta wymaga odpowiedniego płodozmianu, bez czego osiągnięcie wysokich zbiorów z jednego hektara jest niemożliwe. Zakładane było osiągnięcie areálu uprawy słonecznika na poziomie 3,5 mln ha wobec 4,2 mln ha rok wcześniej. Na dzień 1 czerwca bieżącego roku areál słonecznika został obliczony na 3,8 mln ha, a według najnowszych informacji lokalnego urzędu statystycznego areál przeznaczony pod uprawę słonecznika sięgnął 4,4 mln ha. Nasze prognozy dotyczące zbiorów słonecznika na Ukrainie opiewają obecnie na 6,6 mln ton słonecznika w sezonie 2010/2011 (wobec 6,4 mln ton rok wcześniej). Naszym zdaniem nawet jeśli w ciągu najbliższych tygodni temperatury będą się utrzymywały na wysokich poziomach, to zbiory w bieżącym sezonie nie powinny być niższe niż jeszcze w poprzednim sezonie. Dodatkowym atutem Kernela w zdobywaniu potrzebnego do produkcji surowca będzie siła nabywcza Spółki za sprawą dużej sieci skupów na Ukrainie. Stosunkowo małym zagrożeniem dla Kernela jest potencjalne zwiększenie eksportu słonecznika z Ukrainy, gdyż tym trudnią się w zdecydowanej większości spółki handlowe posiadające moce przerobowe w zakresie ekstrakcji oleju słonecznikowego. Nie będą one zatem zainteresowane zwiększaniem poziomu eksportu pozbawiając się tym samym głównego surowca potrzebnego do produkcji. Ponadto uważamy, że stosunkowo małym zagrożeniem jest potencjalna likwidacja cła eksportowego na nasiona słonecznika począwszy od początku roku 2011 (12%). Obecna napięta sytuacja budżetowa, oraz przedłużające się rozmowy w sprawie przyszłej potencjalnej akcesji Ukrainy do Unii Europejskiej będą powodowały, że likwidacja podatku będzie raczej mało prawdopodobna i miną jeszcze lata zanim to nastąpi.

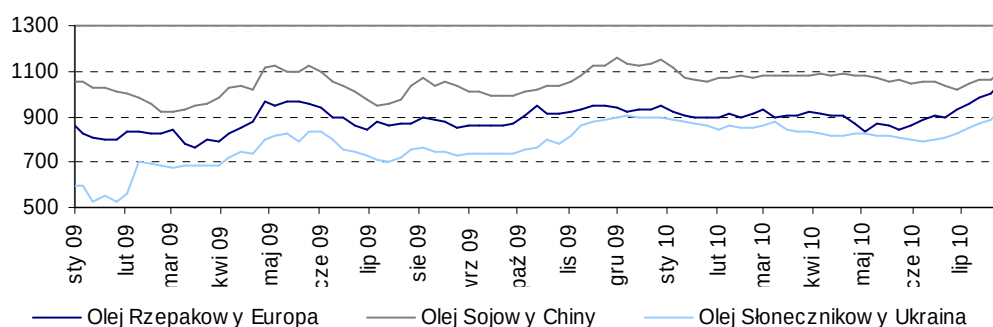
Areál, tonaż i wielkość zbiorów z hektara słonecznika na Ukrainie w latach 2000-2010P (Prognoza DI BRE)

Rok	Areál	Tony	Yield
2000	2943	3457	1,17
2001	2502	2251	0,90
2002	2834	3271	1,15
2003	4001	4254	1,06
2004	3521	3050	0,87
2005	3743	4706	1,26
2006	3964	5324	1,34
2007	3604	4174	1,16
2008	4306	6526	1,52
2009	4232	6364	1,50
2010P	4400	6644	1,51

Źródło: DI BRE Banku; Ukraiński urząd statystyczny

Pozytywnie na rentowność segmentów powinny działać spodziewane wysokie zbiory słonecznika oraz słabe zbiory rzepaku na świecie, co powodować będzie że ceny olejów roślinnych powinny się znajdować na wysokich poziomach. W Europie przy coraz częściej mówi się, że niskie temperatury w okresie zimowym negatywnie wpłynęły na kondycję upraw rzepaku ozimego. A wysokie temperatury w miesiącach letnich zniszczyły istotną część upraw rzepaku jarego. W sumie na terenie europy (EU-27) spodziewa się, że zbiory będą niższe niż 20 mln ton, wobec 21,2 mln ton w roku poprzednim (Europa jest największym światowym producentem rzepaku na świecie i importerem netto). Na terenie Niemiec, znaczącego producenta rzepaku w Europie spodziewane jest, że zbiory rzepaku spadną z 6,3 mln ton rok wcześniej do 5,5 mln ton w roku bieżącym. Mniejsze niż wcześniej przewidywane zbiory rzepaku mogą mieć miejsce również na terenie Chin, które są drugim pod względem produkcji światowym producentem. Szacuje się że zbiory tej uprawy spadną tam z 13,7 mln ton w sezonie 2009/2010 do około 11 mln ton w bieżącym sezonie. To z kolei powinno mieć pozytywny wpływ na ceny całej grupy olejów roślinnych w tym również oleju słonecznikowego.

Ceny olejów roślinnych na światowych rynkach od początku 2009 roku (USD)



Źródło: Bloomberg; DI BRE Banku

Powyższa analiza wskazuje, że nawet mimo spodziewanych niższych wolumenów eksportu zboża, Spółka w bieżącym sezonie z pewnością będzie mogła zaoferować znacznie wyższe ceny na sprzedawane zboże na światowych rynkach. Również informacje płynące z rynku rzepaku pozytywnie przekładać się będą na rentowność segmentów związanych z produkcją oleju rzepakowego.

Wycena

Wartość Spółki Kernel szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową w perspektywie 9-ciu miesięcy ustalamy na poziomie 68,65 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (Wytwarzanie oleju roślinnego) (PLN)	30%	69,76
Wycena porównawcza (Handel zbożem) (PLN)	20%	57,82
Wycena DCF (PLN)	50%	60,91
	cena wynikowa	62,95
	cena docelowa za 9 m-cy	68,65

Zdecydowaliśmy się do wyceny oddzielnie zastosować wskaźniki spółek działających w branży przetwórców olejów i handlu zbożem. Ceny wynikowe liczone na podstawie tychże spółek są wliczane do ostatecznej wyceny z 30% udziałem dla przetwórców olejów i 20% udziałem dla handlarzy zbożem (udział wyniku EBITDA segmentów związanych z przetwórstwem olejów w całkowitej wartości EBITDA w roku obrotowym 2010/2011 szacujemy na 61%, a segmentów związanych z handlem zbożem na 18%), natomiast wycena DCF jest wliczana z 50% udziałem.

Wycena porównawcza

Wytwarzanie oleju roślinnego		P/E				EV/EBITDA			
	2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P	
ELSTAR OILS SA	14,3	9,5	7,8	-	9,4	8,9	7,7	-	
NISSHIN OILIO GROUP LTD/THE	20,3	16,3	13,6	9,9	9,2	7,2	6,6	5,7	
RUCHI SOYA INDUSTRIES LTD	24,5	17,2	16,4	11,6	12,5	9,4	5,6	4,1	
WILMAR INTERNATIONAL LTD	19,2	16,6	14,5	12,7	17,7	15,5	13,4	11,6	
Maksimum	24,5	17,2	16,4	12,7	17,7	15,5	13,4	11,6	
Minimum	14,3	9,5	7,8	9,9	9,2	7,2	5,6	4,1	
Mediana	19,7	16,4	14,1	11,6	10,9	9,1	7,1	5,7	
KERNEL HOLDING SA	10,4	9,7	9,1	7,7	8,4	9,4	8,1	6,5	
Premia (dyskonto)	-85,3%	-70,3%	-54,4%	-50,8%	-32,8%	3,3%	12,7%	12,6%	
Implikowana wycena									
Mediana (Przetwórcy olejów)	19,7	16,4	14,1	11,6	10,9	9,1	7,1	5,7	
Dyskonto		10%	10%	10%		10%	10%	10%	
Waga wskaźnika			50%				50%		
Waga roku		20%	40%	40%		20%	40%	40%	
Wartość firmy na akcję (USD)	22,58								
Wartość firmy na akcję (PLN)	69,76								
Handel zbożem		P/E				EV/EBITDA			
	2009	2010P	2011P	2012P	2009	2010P	2011P	2012P	
ALLIANCE GRAIN TRADERS INC	11,9	11,3	9,5	9,2	13,9	8,1	6,4	6,4	
ANDERSONS INC/THE	23,0	12,2	11,1	-	8,6	5,8	5,9	-	
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	10,5	10,9	10,4	9,5	7,4	7,8	7,3	6,8	
AWB LTD	15,1	18,4	13,3	12,3	13,9	13,6	10,9	10,3	
UPPER EGYPT FLOUR MILLS	16,7	5,2	5,1	4,8	3,7	2,9	2,7	2,6	
NOVOROSSIYSK COMMERCIAL-BRD	13,2	13,2	10,8	8,5	7,0	6,6	6,2	5,6	
Maksimum	23,0	18,4	13,3	12,3	13,9	13,6	10,9	10,3	
Minimum	10,5	5,2	5,1	4,8	3,7	2,9	2,7	2,6	
Mediana	14,1	11,7	10,6	9,2	8,0	7,2	6,3	6,4	
KERNEL HOLDING SA	10,4	9,7	9,1	7,7	8,4	9,4	8,1	6,5	
Premia (dyskonto)	-32,7%	-21,3%	-16,1%	-19,8%	6,7%	26,8%	23,7%	1,3%	
Implikowana wycena									
Mediana (Handlarze zbożem)	14,1	11,7	10,6	9,2	8,0	7,2	6,3	6,4	
Dyskonto		10%	10%	10%		10%	10%	10%	
Waga wskaźnika			50%				50%		
Waga roku		20%	40%	40%		20%	40%	40%	
Wartość firmy na akcję (USD)	18,71								
Wartość firmy na akcję (PLN)	57,82								

Analiza wskaźnikowa jest przeprowadzana z perspektywy dwóch kluczowych segmentów Spółki Kernel (segmentu olejów słonecznikowych butelkowanych i luzem oraz segmentu handlem zbożem). Dlatego Spółkę porównujemy do przedsiębiorstw z dwóch kluczowych dla Kernela branż. Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy DWA wskaźniki: ceny akcji do zysku netto na akcję oraz wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Wskaźnik P/E Spółki Kernel jest niższy niż u konkurentów z branży przetwórców olejów we wszystkich badanych latach i niższy niż u konkurentów z branży handlarzy zbożem we wszystkich badanych latach. W przypadku wskaźnika EV/EBITDA wartość Kernela jest niższa niż u konkurentów z branży przetwórców olejów dla roku 2009 i wyższa dla pozostałych lat, natomiast w porównaniu do branży handlarzy zbożem Kernel posiada wyższy wskaźnik EV/EBITDA niż w przypadku konkurentów z branży.

Spółki z branży przetwórców olejów, jakie zastosowaliśmy do analizy porównawczej, to Elstar Oils, Nisshin Oillio Group, Ruchi Soya Industries, Wilmar International. Elstar Oils, to producent olejów jadalnych i tłuszczów na terenie Polski. Spółka przetwarza ziarno rzepaku na olej roślinny, który następnie kierowany jest do branży spożywczej oraz producentów biodiesla. Nisshin Oillio Group jest producentem oleju sojowego. Odbiorcami produktów koncernu jest branża spożywcza, farmaceutyczna i kosmetyczna. Ruchi Soya Industries wytwarza olej sojowy oraz produkty inne produkty pochodne soi. Grupa zajmuje się również przetwarzaniem oleju palmowego. Wilmar International jest zintegrowaną spółką rolną, produkującą, przetwarzającą i dystrybuującą olej palmowy. Spółka posiada również własne plantacje oraz flotę, którą dystrybuuje własne produkty.

W przypadku branży związanej z handlem zbożem spółki, do jakich porównujemy wycenę Kernela, to Alliance Grain Traders, Andersons, Archers Daniels Midland, AWB, Upper Egypt Flour Mills i Novorossiysk Comercial. Alliance Grain Traders kupuje, przetwarza i sprzedaje różnego rodzaju uprawy na rynek eksportowy. Odbiorcami sprzedawanych towarów są kraje Południowej Afryki, Północnej Afryki i Bliskiego Wschodu. Andersons przechowuje i sprzedaje zboże, dystrybuuje nawozy i nasiona dla rolników. Archers Daniels Midland nabywa, transportuje, przetwarza i sprzedaje produkty rolne. Głównymi zbożami będącymi przedmiotem handlu są nasiona oleiste, kukurydza, jęczmień, owies i pszenica. AWB jest spółką handlującą zbożami na terenie Australii i na rynkach międzynarodowych. Spółka finansuje ponadto uprawy i dostarcza produkty potrzebne farmerom do produkcji rolnej. Upper Egypt Flour Mills jest egipską spółką zajmującą się kultywacją, przetwarzaniem, handlem i przechowywaniem zbóż. Spółka wytwarza również chleb i mąkę. Novorossiysk Comercial zajmuje się obsługą portu morskiego w Novorossiysku na Morzu Czarnym. Głównymi towarami, jakie są przedmiotem przeładunku są ropa naftowa, metale, cement, cukier, zboża i kontenery. Port znajduje się na bardzo ważnym szlaku handlowym.

Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka na Ukrainie = 6,701% (rentowność 8-cio letnich obligacji Skarbu Państwa w USD)
- Wzrost FCF po roku 2018 = 2,5%
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka wypłaci dywidendę akcjonariuszom najszybciej z zysku za rok obrotowy 2010/2011.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na prognozowanym poziomie z końca roku obrotowego 2009/2010.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec sierpnia 2010 roku.
- W naszej analizie nie uwzględniamy potencjalnych wydatków akwizycyjnych 70 mln USD w celu przejęcia Spółki Allseeds.
- Zmiany cen płodów rolnych oraz olejów szacujemy na podstawie prognozy OECD na lata 2010 – 2019. W tymże ceny eksportowe pszenicy dla rynku ukraińskiego zakładamy na poziomie 20% niższym niż ceny światowe (ze względu na dyskonto związane z jakością eksportowanych zbóż oraz potrzebę uwzględnienia kosztów transportu zbóż z Ukrainy). W przypadku pozostałych zbóż, zakładamy że ich ceny zmieniają się relatywnie do zmian cen odpowiednich zbóż w prognozie OECD. Postanowiliśmy natomiast podwyższyć ceny zbóż w sezonie 2010/2011, głównie ze względu na ograniczoną ilość zboża w regionie ze względu na panującą suszę, a w związku z tym rosnącymi cenami zbóż na światowych rynkach. Nie wierzymy jednak, aby ceny utrzymywały się na obecnie wysokich poziomach w związku z faktem, że zbiory na terenie Kanady, Ukrainy i Rosji mogą być niższe niż się spodziewano. Dla przykładu w przypadku pszenicy w sumie trzy z wymienionych krajów odpowiada za 30% światowego eksportu, a straty wynikłe z powodu powodzi i suszy nie powinny naszym zdaniem przekroczyć 13% całkowitego światowego eksportu. Dlatego więc obecne niemalże podwojenie się cen pszenicy należałoby uznać za chwilowe zawirowanie na rynku. W przypadku ceny śruty słonecznikowej, zmiany jej cen podążają za prognozowanymi zmianami cen wieprzowiny i drobiu.

Założenia makroekonomiczne:

Założenia do modelu	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P
Kurs UAH / USD	8,10	7,70	7,46	7,24	7,13	7,06	6,99	6,92	6,85	6,78
zmiana (r/r)	19,2%	-5,0%	-3,0%	-3,0%	-1,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Cena ziaren słonecznika (USD)	324,3	283,6	285,1	280,4	277,7	283,0	288,3	287,8	288,2	287,5
Cena ziaren słonecznika (UAH)	2 626,8	2 182,4	2 127,8	2 030,4	1 980,7	1 998,0	2 014,8	1 991,8	1 974,2	1 949,8
Cena surowego oleju słonecznikowego (USD)	800,3	810,0	769,0	796,7	798,6	817,1	849,7	862,0	875,1	882,3
Cena oleju słonecznikowego (UAH)	6 482,4	6 233,0	5 739,6	5 768,4	5 695,3	5 769,0	5 939,4	5 964,7	5 994,8	5 983,7
Cena śruty słonecznikowej (USD)	173,1	164,4	174,4	178,9	186,9	190,9	192,3	192,8	196,4	198,1
Cena śruty słonecznikowej (UAH)	1 402,1	1 265,4	1 301,9	1 295,5	1 333,2	1 348,0	1 343,9	1 334,4	1 345,4	1 343,4
Modelowa marża (USD)	100	142	126	144	151	155	165	171	178	183
Modelowa marża (UAH)	809,0	1 090,6	936,8	1 044,7	1 075,5	1 096,8	1 155,2	1 186,1	1 221,2	1 239,9
Pszenica (USD)	154,5	174,8	160,7	165,0	168,4	171,5	181,9	183,2	181,3	182,2
Pszenica (UAH)	1 251,5	1 345,1	1 199,6	1 194,3	1 201,0	1 211,0	1 271,6	1 267,7	1 241,9	1 235,4
Jęczmień (USD/tona) Ukraina	143,7	162,6	149,5	153,4	156,6	159,5	169,2	170,4	168,6	169,4
Jęczmień (UAH/tona) Ukraina	1 164,0	1 251,1	1 115,8	1 110,9	1 117,0	1 126,3	1 182,7	1 179,1	1 155,1	1 149,1
Kukurydza (USD/tona) Ukraina	142,7	145,0	142,3	145,2	146,2	149,9	156,9	154,6	151,1	148,5
Kukurydza (UAH/tona) Ukraina	1 155,9	1 115,8	1 061,9	1 051,5	1 042,4	1 058,5	1 096,6	1 069,9	1 035,1	1 007,3
Soja (USD/tona) Ukraina	403,4	386,5	379,2	387,1	389,6	399,6	418,2	412,2	402,8	395,9
Soja (UAH/tona) Ukraina	3 267,5	2 974,3	2 830,6	2 803,0	2 778,8	2 821,6	2 923,1	2 852,0	2 759,3	2 685,0
Rzepak (USD/tona) Europa	358,9	331,8	340,4	352,6	353,5	361,7	376,1	381,5	387,3	390,5
Rzepak (UAH/tona) Europa	2 907,1	2 553,2	2 540,5	2 553,2	2 520,9	2 553,5	2 628,9	2 640,1	2 653,5	2 648,5
Wykorzystanie terminalu w Ilczewsku (tys. ton)	3 840	3 500	3 850	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
Wykorzystanie elewatorów (tys. ton)	2 650	2 250	2 850	2 993	3 142	3 299	3 464	3 637	3 819	4 010
Wielkość zbiorów w segmencie rolnictwa (tys. ton)	270	243	295	316	337	359	382	405	429	454
Ilość handlowanego zboża (tys. ton)	2 650	2 250	2 850	2 993	3 142	3 299	3 464	3 637	3 819	4 010
Ilość sprzedawanego oleju butelkowego (mln l)	117	123	125	128	130	133	136	138	141	144
Ilość sprzedawanego oleju luzem (tys. ton)	320	460	501	547	544	541	538	536	533	530

- Zdecydowaliśmy się na założenie mniejszych wolumenów obrotu w segmencie zboża w roku 2010/2011 o 15,1% r/r ze względu na straty związane z panującą w regionie suszą, oraz mniejsze wolumeny obrotu w segmentach przeładunku zboża (o 8,8% r/r) i wykorzystania elewatorów o 15,1% r/r. Zakładamy również niższe zbiory w segmencie produkcji rolnej o 10% r/r. Spodziewamy się natomiast wzrostu wolumenu sprzedaży w segmentach oleju butelkowanego o 5% r/r i 43,8% r/r w segmencie handlu oleju luzem. W sumie zakładamy, że Kernelowi w sezonie 2010/2011 uda się przerobić 1,3 mln ton ziaren słonecznika.

Należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT w Grupie Kernel – założenia DI BRE

(mln USD)	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P
Vat zwrócony	64,7	49,8	25,7	173,3	201,1	220,9	229,2	240,0	257,4	265,8	272,7	280,9
Vat należności	23,2	72,9	58,6	67,7	71,8	76,3	81,0	85,9	91,2	96,6	102,2	107,9
Vat narosły w ciągu okresu	20,8	99,5	171,5	182,5	205,2	225,4	233,8	244,9	262,7	271,2	278,3	286,6

- Zakładamy, że Spółce w bieżącym sezonie uda się odzyskać 25,7 mln USD nadpłaconego podatku VAT w gotówce (wobec 15,2 mln USD zwrotu w pierwszej połowie sezonu 2008/2009) czyli o 48,4% mniej niż miało to miejsce w sezonie 2008/2009. Spodziewamy się również, że rząd Ukraiński w bieżącym roku zamieni zobowiązania z tytułu nadpłaconego podatku VAT na obligacje w kwocie 160 mln USD. W wyniku tego spodziewamy się, że należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT spadną do 58,6 mln USD na koniec sezonu 2009/2010 wobec 135,7 mln USD zanotowanych w IH2009/2010. Zakładamy spłatę obligacji na koniec sezonu 2014/2015, a oprocentowanie szacujemy na 5,5% rocznie.

Wartość EBITDA na ilość przerobionych nasion słonecznika w segmencie oleju butelkowanego i oleju

EBITDA/ wolumen	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P
Butelkowany olej słonecznikowy	123,4	145,0	105,7	112,6	109,0	114,0	115,7	118,7	124,0	126,5	129,1	130,8
Olej słonecznikowy luzem	206,8	116,1	81,4	91,5	88,6	93,1	96,6	100,3	105,6	108,9	112,6	115,7
Modelowa marża (USD)*	165	185	100	142	126	144	151	155	165	171	178	183

*Marża modelowa = 0,45*Cena oleju słonecznikowego+0,37*Cena śrutu słonecznikowej-Cena nasion słonecznika

- Zakładamy, że Spółka skorzysta na dobrym otoczeniu makroekonomicznym dla producentów oleju słonecznikowego i wraz za wzrastającą marżą modelową poprawi wypracowywane wyniki na każdej przerobionej tonie słonecznika w kolejnych latach.



Model DCF

(mln USD)	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2019/ 2020P	+
Przychody ze sprzedaży	1 096,0	1 236,4	1 361,0	1 418,9	1 489,4	1 598,9	1 655,0	1 703,7	1 758,5	1 815,6	1 862,3
zmiana	7,8%	12,8%	10,1%	4,3%	5,0%	7,4%	3,5%	2,9%	3,2%	3,3%	2,6%
EBITDA	199,2	234,9	261,2	273,4	284,8	302,0	312,3	322,2	332,1	333,3	339,6
marża EBITDA	18,2%	19,0%	19,2%	19,3%	19,1%	18,9%	18,9%	18,9%	18,9%	18,4%	18,2%
Amortyzacja	23,2	27,2	31,3	35,4	37,9	41,4	44,7	48,0	51,2	44,7	48,9
EBIT	176,0	207,6	229,9	238,0	246,9	260,5	267,6	274,3	280,9	288,6	290,7
marża EBIT	16,1%	16,8%	16,9%	16,8%	16,6%	16,3%	16,2%	16,1%	16,0%	15,9%	15,6%
Opodatkowane EBIT	5,1	8,1	15,7	16,3	17,1	17,5	18,0	18,5	19,0	19,5	19,7
NOPLAT	170,9	199,6	214,2	221,7	229,9	243,1	249,6	255,8	262,0	269,0	271,0
CAPEX	-40,0	-45,1	-45,6	-46,0	-46,5	-47,0	-47,4	-47,9	-48,4	-48,9	-48,9
Kapitał obrotowy	-29,0	-20,2	-14,1	-7,6	-7,9	-8,5	-8,5	-8,6	-8,9	-8,6	-8,5
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
FCF	125,1	161,5	185,8	203,5	213,4	229,0	238,5	247,3	255,9	256,2	263,6
WACC	12,3%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
współczynnik dyskonta	0,80	0,71	0,63	0,56	0,49	0,44	0,39	0,34	0,31	0,27	0,24
PV FCF	100,2	114,2	116,3	113,0	105,2	100,2	92,6	85,1	78,2	69,5	63,4

WACC

Koszt długu	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
Stopa wolna od ryzyka	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
Premia za ryzyko	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Efektywna stopa podatkowa	3,0%	4,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Dług netto / EV	7,0%	1,5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Koszt kapitału własnego	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,5% **Analiza wrażliwości**

Wartość rezydualna (TV)	2 583,8	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	700,4		0,0%	1,0%	2,5%	3,0%	5,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	974,5	WACC +1,0pp	53,66	55,38	58,53	59,78	66,20
Wartość firmy (EV)	1 675,0	WACC +0,5pp	56,74	58,69	62,29	63,73	71,22
Dług netto	231,5	WACC	60,08	62,29	66,43	68,09	76,90
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	63,71	66,23	71,00	72,94	83,36
Udziałowcy mniejszościowi	0,9	WACC 1,0PP	67,66	70,56	76,08	78,35	90,79
Wartość firmy	1 442,6						
Liczba akcji (mln)	73,2						
Wartość firmy na akcję (USD)	19,71						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	9,1%						
Cena docelowa (USD)	21,50						
Cena docelowa (PLN)	66,43						
EV/EBITDA dla ceny docelowej	9,1						
P/E (*11) dla ceny docelowej	9,6						
Udział TV w EV	41,8%						



Rachunek Wyników

(mln USD)	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P
Przychody ze sprzedaży	663,1	1 047,1	1 016,4	1 096,0	1 236,4	1 361,0	1 418,9	1 489,4	1 598,9
zmiana	89,3%	57,9%	-2,9%	7,8%	12,8%	10,1%	4,3%	5,0%	7,4%
Butelkowany olej słonecznikowy	147,1	122,0	119,4	129,5	125,4	132,5	135,5	141,4	150,0
Olej słonecznikowy luzem	325,1	256,9	315,2	451,4	475,5	534,7	537,9	547,9	564,0
Usługi przeładunku zboża i usługi transportowe	0,0	53,1	60,1	57,3	65,0	69,6	70,7	71,4	72,1
Rolnictwo	20,3	48,3	40,9	59,8	70,8	77,2	83,0	90,4	100,4
Zboże	212,1	583,1	542,1	460,9	550,7	592,3	631,3	676,8	749,5
Usługi przechowywania zboża	25,3	40,7	25,3	23,8	35,7	41,3	47,1	48,1	49,6
Pozostałe	-66,8	-56,9	-86,6	-86,6	-86,6	-86,6	-86,6	-86,6	-86,6
Koszty wytworzenia	504,5	730,3	690,9	730,3	811,0	895,1	935,5	988,5	1 075,5
Koszty zarządu	19,6	23,7	23,0	25,2	27,1	29,1	30,9	32,7	34,5
Koszty sprzedaży	52,4	143,3	148,5	171,1	197,1	213,3	221,0	227,8	234,9
Pozostała działalność operacyjna netto	25,0	-150,2	10,5	6,4	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6
EBIT	111,6	165,3	164,6	176,0	207,6	229,9	238,0	246,9	260,5
zmiana	188,8%	48,1%	-0,4%	6,9%	18,0%	10,7%	3,5%	3,8%	5,5%
marża EBIT	16,8%	15,8%	16,2%	16,1%	16,8%	16,9%	16,8%	16,6%	16,3%
Wynik na działalności finansowej	-20,4	-36,7	-9,7	-6,8	-5,8	-5,0	-4,5	-3,3	-11,1
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	91,2	126,9	154,9	169,2	201,8	224,9	233,5	243,6	249,4
Podatek dochodowy	9,0	-5,1	0,1	5,1	8,1	15,7	16,3	17,1	17,5
Udziałowcy mniejszościowi	-1,0	-3,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Zysk netto	83,2	135,5	155,0	164,3	194,0	209,4	217,4	226,7	232,2
zmiana	326,0%	62,9%	14,3%	6,0%	18,1%	7,9%	3,8%	4,3%	2,4%
marża	12,6%	12,9%	15,2%	15,0%	15,7%	15,4%	15,3%	15,2%	14,5%
Amortyzacja	11,6	23,4	19,6	23,2	27,2	31,3	35,4	37,9	41,4
EBITDA	123,2	188,7	184,2	199,2	234,9	261,2	273,4	284,8	302,0
zmiana	165,8%	53,1%	-2,4%	8,1%	17,9%	11,2%	4,7%	4,2%	6,0%
marża EBITDA	18,6%	18,0%	18,1%	18,2%	19,0%	19,2%	19,3%	19,1%	18,9%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	68,7	68,7	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2
EPS	1,2	1,9	2,1	2,2	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2
CEPS	1,4	2,3	2,4	2,6	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7
ROAE	21,0%	38,1%	25,1%	21,0%	21,3%	20,8%	20,3%	20,4%	20,1%
ROAA	11,0%	19,4%	15,6%	14,2%	15,0%	15,0%	14,9%	15,1%	15,0%

Bilans

(mIn USD)	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P
AKTYWA	755,6	699,7	993,3	1 161,0	1 295,0	1 393,8	1 458,2	1 505,1	1 551,3
Majątek trwały	378,3	321,3	446,5	464,0	483,0	498,8	511,5	522,6	531,1
Wartość niematerialne i prawne	58,1	35,7	34,9	35,3	36,2	37,2	38,3	39,3	40,5
Rzeczowe aktywa trwałe	231,6	221,8	288,4	305,5	323,5	338,4	350,0	360,0	367,4
Wartość firmy	45,3	45,2	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	43,3	18,7	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4	78,4
Długoterminowe RM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Majątek obrotowy	377,3	391,6	546,8	697,0	812,1	895,0	946,8	982,6	1 020,2
Zapasy	144,7	99,1	116,0	135,4	150,7	159,6	162,2	164,8	167,5
Należności krótkoterminowe	48,7	32,4	38,0	40,9	46,2	50,8	53,0	55,6	59,7
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	59,5	57,0	220,9	220,9	220,9	220,9	220,9	60,9	60,9
Środki pieniężne	58,8	98,1	94,5	213,2	303,5	368,4	410,8	596,4	622,0
Krótkoterminowe RM	23,2	72,9	58,6	67,7	71,8	76,3	81,0	85,9	91,2
PASYWA	755,6	699,7	993,3	1 161,0	1 295,0	1 393,8	1 458,2	1 505,1	1 551,3
Kapitał własny	396,8	355,8	616,8	782,0	911,6	1 006,3	1 068,9	1 113,6	1 156,2
Kapitał akcyjny	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kapitał zapasowy	276,6	276,6	351,7	351,7	351,7	351,7	351,7	351,7	351,7
Zysk z lat ubiegłych	104,1	239,6	394,6	558,9	687,1	780,1	840,5	882,4	921,9
Udziały mniejszości	43,6	1,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania długoterminowe	130,1	147,2	181,4	181,4	181,4	181,4	181,4	181,4	181,4
Dług	98,1	132,9	164,2	164,2	164,2	164,2	164,2	164,2	164,2
Zobowiązania krótkoterminowe	185,1	235,2	194,1	196,7	201,1	205,1	207,0	209,2	212,7
Zobowiązania handlowe	27,4	33,3	32,4	34,9	39,4	43,3	45,2	47,4	50,9
Dług	157,7	161,7	161,8	161,8	161,8	161,8	161,8	161,8	161,8
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	255,8	294,6	326,0	326,0	326,0	326,0	326,0	326,0	326,0
Dług netto	66,7	196,5	231,5	112,8	22,4	-42,4	-84,8	-270,5	-296,1
(Dług netto / Kapitał własny)	16,8%	55,2%	37,5%	14,4%	2,5%	-4,2%	-7,9%	-24,3%	-25,6%
(Dług netto / EBITDA)	0,5	1,0	1,3	0,6	0,1	-0,2	-0,3	-0,9	-1,0
BVPS	5,8	5,2	8,4	10,7	12,5	13,7	14,6	15,2	15,8

Przepływy pieniężne

(mln USD)	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P
Przepływy operacyjne	-125,6	129,3	27,2	165,5	207,0	231,8	249,9	260,3	276,4
Zysk netto	83,2	135,5	155,0	164,3	194,0	209,4	217,4	226,7	232,2
Amortyzacja	11,6	23,4	19,6	23,2	27,2	31,3	35,4	37,9	41,4
Kapitał obrotowy	-139,6	-61,3	-6,2	-29,0	-20,2	-14,1	-7,6	-7,9	-8,5
Pozostałe	-80,9	31,6	-141,2	7,0	6,0	5,2	4,7	3,5	11,3
Przepływy inwestycyjne	-170,11	-95,31	-118,52	-40,00	-45,12	-45,57	-46,03	113,51	-46,96
CAPEX	-121,60	-94,10	-55,00	-40,00	-45,12	-45,57	-46,03	-46,49	-46,96
Inwestycje kapitałowe	-48,52	-1,22	-63,52	0,00	0,00	0,00	0,00	160,00	0,00
Przepływy finansowe	315,4	35,6	87,7	-6,8	-71,5	-121,4	-161,5	-188,1	-203,8
Dług	0,0	35,6	106,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-65,7	-116,4	-157,0	-184,8	-192,7
Pozostałe	315,4	0,0	-1,5	10,3	11,4	12,2	12,7	13,8	6,1
Zmiana stanu środków pieniężnych	34,1	39,3	-3,6	118,7	90,4	64,8	42,4	185,7	25,6
Środki pieniężne na koniec okresu	58,8	98,1	94,5	213,2	303,5	368,4	410,8	596,4	622,0
DPS (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,6	2,1	2,5	2,6
FCF	-165,9	-0,3	122,9	125,1	161,5	185,8	203,5	213,4	229,0
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-18,3%	-9,0%	-5,4%	-3,6%	-3,6%	-3,3%	-3,2%	-3,1%	-2,9%

Wskaźniki rynkowe

	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010P	2010/ 2011P	2011/ 2012P	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P
P/E	16,9	10,4	9,7	9,1	7,7	7,1	6,9	6,6	6,4
P/CE	14,8	8,8	8,6	8,0	6,8	6,2	5,9	5,7	5,5
P/BV	3,5	4,0	2,4	1,9	1,6	1,5	1,4	1,3	1,3
P/S	2,1	1,3	1,5	1,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
FCF/EV	-11,3%	0,0%	7,1%	7,8%	10,6%	12,8%	14,4%	17,4%	19,1%
EV/EBITDA	12,3	8,4	9,4	8,1	6,5	5,6	5,2	4,3	4,0
EV/EBIT	13,6	9,6	10,5	9,2	7,3	6,3	5,9	5,0	4,6
EV/S	2,3	1,5	1,7	1,5	1,2	1,1	1,0	0,8	0,8
Dyid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,4%	7,8%	10,5%	12,3%	12,9%
Cena (USD)	20,45	20,45	20,45	20,45	20,45	20,45	20,45	20,45	20,45
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	68,7	68,7	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2	73,2
MC (mln USD)	1 405,9	1 405,9	1 496,9	1 496,9	1 496,9	1 496,9	1 496,9	1 496,9	1 496,9
Kapitał udziałowców mniej. (mln USD)	43,6	1,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV (mln USD)	1 516,2	1 604,0	1 729,3	1 610,6	1 520,2	1 455,4	1 413,0	1 227,4	1 201,7



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Kamil Kliszczy tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczy@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka – Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

Zespół Obsługi Rynków Zagranicznych

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 48 46
Kierownik Zespołu
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 48 64
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 64
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

Jacek Wrześniewski tel. (+48 22) 697 49 85
jacek.wrzesniewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Kierownik Zespołu Prywatnego Maklera
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwanie 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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku 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.

DI BRE Banku 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 DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, 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 DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, 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.

DI BRE Banku nie wydał w ciągu ostatnich 9 miesięcy rekomendacji dotyczącej Kernel S.A.