



piątek, 17 lipca 2015 | aktualizacja raportu

Kernel: redukuj (obniżona)

KER.PW; KER.WA | Przemysł spożywczy, Ukraina

Wyniki nie do powtórzenia

Wysokie wolumeny sprzedaży oraz osłabienie lokalnej waluty w sezonie 2014/2015 pozwolą naszym zdaniem Grupie Kernel na wypracowanie rekordowego wyniku EBITDA na poziomie 463,8 mln USD (+108% r/r). Niestety wielkość zasiewów słonecznika na Ukrainie spadła w sezonie 2014/2015 o 10,4% r/r do poziomu 4,7 mln ha. Naszym zdaniem tegoroczne zbiory słonecznika wyniosą 8,9-9,9 mln ton i będą między 2-12% r/r niższe, co oznacza że rok 2015 będzie drugim z rzędu kiedy zbiory spadają (w 2014 roku -8,3% r/r). Niekorzystny dla ukraińskich przetwórców jest również niski poziom zapasów słonecznika zgromadzonych na koniec sezonu 2014/2015 (w VI'15 -32,5% r/r). Niższe zbiory i zapasy ziarna naszym zdaniem przełożą się na wyższą konkurencję oraz spadek marży na produkcji oleju słonecznikowego. Dodatkowo o ile w sezonie 2014/2015 ukraińscy producenci zbóż, eksporterzy oraz producenci oleju słonecznikowego korzystali ze średnio ponad 80% osłabienia UAH do USD, to w kolejnym sezonie nie oczekujemy, tak drastycznego spadku lokalnej waluty. To z kolei zmniejszy wielkość marży generowanej przez eksporterów. Podwyższamy wycenę z 31,00 PLN do 35,00 PLN oraz obniżamy również naszą rekomendację dla akcji Kernela z trzymaj do redukuj.

Duży pozytywny efekt osłabienia UAH w sezonie 2014/15

W sezonie 2014/15 tłoczenie na rynku ukraińskim korzystały ze znaczącej deprecjacji lokalnej waluty - efektem było rozszerzenie marż, gdyż duża część zapasów została zakupiona w ekwiwalencie UAH na początku sezonu (3-4Q'14), a realna sprzedaż oleju następowała w IH'15 po cenach wyrażonych w USD. Szacujemy, że w wyniku sprzyjającego kursu walutowego marże realizowane na produkcji oleju słonecznikowych były w IH'15 o około 30% wyższe niż wynikało to z realnych marży na rynku.

W przypadku producentów zbóż deprecjacja lokalnej waluty przełożyła się na zmniejszenie nakładów na hektar w ujęciu dolarowym (USD). Mimo wzrostu nakładów Kernel na prace przygotowawcze dolarowy koszt produkcji podstawowych plonów spadł poniżej poziomów z sezonu 12/13 oraz 13/14.

Większe możliwości zwrotu VAT, ale również wyższe kwoty do wyegzekwowania z Urzędu Skarbowego

W sezonie 2015/16 jest prawdopodobne, że eksporterzy zbóż również będą mieli prawo ubiegać się o zwrot VAT (do tej pory tylko przetwórcy słonecznika oraz producenci zbóż mogli starać się o zwrot nadpłaconego VAT). To spowoduje, że wartość narastających rocznie należności VAT Kernel wzrośnie z około 200 mln USD rocznie do ponad 400 mln USD rocznie. Jeżeli sytuacja budżetu Ukrainy dalej pogarszałaby się, to wówczas istnieje ryzyko pogorszenia się płynności eksporterów.

Niższe zbiory zbóż w sezonie 2015/2016

Według prognoz wrogosze zbiory słonecznika na Ukrainie w 2015 roku sięgną około 60 mln ton wobec 62 mln ton rok wcześniej. Na terenie Rosji według lokalnego Ministerstwa Rolnictwa zbiory zbóż wyniosą 100 mln ton wobec 103,8 mln ton wyprodukowanych w 2014 roku (-3,7% r/r). Zakładamy, że wolumen handlu zbożem Grupy Kernel w sezonie 2015/2016 spadnie o 3% r/r do 3,1 mln ton, natomiast eksport zbóż w posiadanej infrastrukturze portowej spadnie o 5,1% r/r do 4,4 mln ton.

(mln USD)	12/13	13/14	14/15P	15/16P	16/17P
Przychody	2 796,8	2 393,3	2 367,4	2 139,9	2 234,9
EBITDA	290,7	223,0	463,8	316,5	311,0
marża EBITDA	10,4%	9,3%	19,6%	14,8%	13,9%
EBIT	200,9	128,7	375,8	231,3	227,1
Zysk netto	111,3	-98,3	154,4	144,3	144,3
Dywidenda	0,0%	0,0%	2,3%	4,5%	5,9%
P/E	7,7	-	5,6	5,9	5,9
P/CE	4,3	-	3,5	3,7	3,8
P/BV	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	5,2	6,9	3,0	4,1	4,0

Cena bieżąca	40,35 PLN
Cena docelowa	35,00* PLN
Kapitalizacja	3,1 mld PLN
Free float	1,7 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	10,01 mln PLN

*kurs USD/PLN 3,75

Struktura akcjonariatu

Namsen LTD	39,21%
ING OFE	6,01%
Pozostali	54,78%

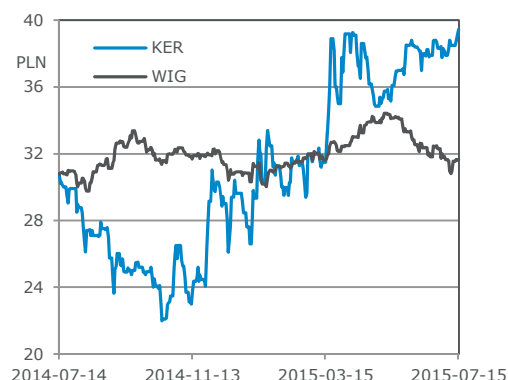
Strategia dotycząca sektora

Od kilkunastu lat na Ukrainie oraz w Rosji dynamicznie wzrasta produkcja słonecznika i jeszcze szybciej moce do jego przetworzenia. Rok 2015 będzie prawdopodobnie drugim z rzędu, kiedy podaż słonecznika na rynku Ukraińskim będzie spadać. Ukraińscy producenci produktów rolnych nie będą już korzystać w takim stopniu jak w sezonie 2014/2015 na osłabieniu UAH do USD. Zmniejszy prawdopodobnie również wielkość zbiorów zbóż.

Profil spółki

Kernel prowadzi działalność w zakresie handlu zbożem i produkcji oleju słonecznikowego na Ukrainie i w Rosji. Spółka posiada sieć elewatorów zbożowych oraz port przeładunkowy w Ilczewsku i Tamanie. Działalność operacyjną prowadzoną jest na terenie Ukrainy i Rosji, a ponad 90% przychodów jest uzyskiwane w USD. Spółka dzierżawi około 385 tys. hektarów ziemi na Ukrainie, na których prowadzi produkcję rolną.

Kurs akcji KER na tle WIG



Analityk:

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

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** - dług netto + wartość rynkowa (EV- wartość ekonomiczna)**EBIT** - Zysk operacyjny**EBITDA** - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** - wartość księgowa**WNDB** - wynik na działalności bankowej**P/CE** - cena do zysku wraz z amortyzacją**MC/S** - wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** - zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** - (Cena/Zysk) - Cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**ROE** - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** - (Cena/Wartość księgowa) - Cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** - EBITDA / Przychody ze sprzedaży**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku S.A.**

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

KUPUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale 5%-15%**TRZYMAJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%**REDUKUJ** - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%**SPRZEDAJ** - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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

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

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące spółki Kernel

rekomendacja	Trzymaj
data wydania	2015-01-26
kurs z dnia rekomendacji	32,48
WIG w dniu rekomendacji	51680,12

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

Departament analiz:

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

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

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

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

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

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

Departament sprzedaży instytucjonalnej:

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

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

Zagraniczna sprzedaż instytucjonalna:

Łukasz Wójtowicz, CAIA
wicedyrektor ds. rynków zagranicznych
tel. +48 22 697 48 47
lukasz.wojtowicz@mdm.pl

Dom Maklerski mBanku S.A.
Departament analiz
ul. Senatorska 18
00-075 Warszawa
www.mDomMaklerski.pl

Maklerzy:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Zespół Prywatnego Maklera:

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