



Przemysł Spożywczy

Ukraina

Cena bieżąca	62,9 PLN
Cena docelowa	67,4 PLN
Kapitalizacja	5,0 mld PLN
Free float	3,1 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	13,67 mln PLN

Struktura akcjonariatu

Namsen LTD	38,23%
Pozostali	61,77%

Strategia dotycząca sektora

Sektor przetwórstwa olejów i handlu zbożem w znacznej mierze zależy od urodzaju w rolnictwie oraz cen artykułów rolniczych na światowych rynkach. Od kilkunastu lat na Ukrainie oraz w Rosji dynamicznie wzrastała produkcja słonecznika i jeszcze szybciej może do jego przetworzenia. Obecnie te ostatnie znacznie przewyższają możliwości produkcji ziarna, dlatego w dłuższym terminie należy się liczyć ze spadkiem marż na przetwarzaniu nasion słonecznika.

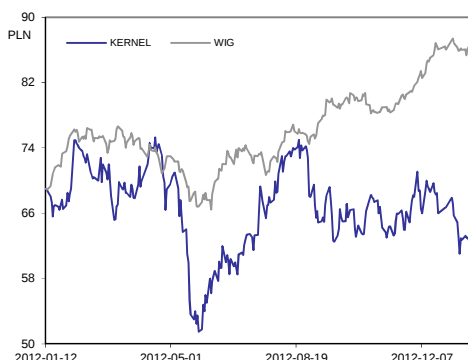
Profil spółki

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 operacyjna prowadzona jest na terenie Ukrainy i Rosji, natomiast ponad 90% przychodów jest uzyskiwana w dolarach. Spółka dzierżawi również ponad 300 tys. hektarów ziemi na Ukrainie, na których prowadzi produkcję rolną.

Ważne daty

28.02 - publikacja raportu skonsolidowanego za IH13
30.05 - publikacja raportu skonsolidowanego za 3Q13
31.10 - publikacja raportu skonsolidowanego za FY13

Kurs akcji KER na tle WIG



Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

www.dibre.com.pl

Kernel

KER.PW; KERN.WA

Akumuluj

(Podwyższona)

Zarząd podniesie całoroczną prognozę?

Przedstawione przez Zarząd rekordowo wysokie wolumeny sprzedaży oleju luzem (+66,4% r/r) i zboża (+82,1% r/r) w 2Q'13 (4Q'12), to efekt wcześniej niż zazwyczaj rozpoczętego sezonu tłoczenia słonecznika, oraz utrzymujących się wysokich cen zbóż, które skłaniają rolników do sprzedaży zgromadzonych zapasów. Nie bez znaczenia naszym zdaniem jest prowadzona przez Rząd polityka - mająca na celu zmaksymalizowanie wolumenu sprzedaży produktów rolnych na eksport celem zrównoważenia bilansu płatniczego (napływ dewiz do kraju). Spodziewamy się, że rosnące wolumeny sprzedaży w 2Q'13 (4Q'12) zrekomensują spadek marży poszczególnych segmentów i ostatecznie kwartalny wynik EBITDA wzrośnie o 21% r/r, a zysk netto o 28% r/r. Spodziewamy się, że nadzwyczaj wysokie wykonanie prognozy po pierwszej połowie roku (najwyższe od trzech ostatnich lat) skłoni Zarząd do podniesienia całorocznej prognozy wyników na poziomie przychodów i zysku netto po wynikach kwartalnych za 2Q'13 (4Q'12) lub 3Q'13 (1Q'13). Podnosimy naszą całoroczną prognozę przychodów z 2424 mln USD do 2733 mln USD, a wyniku netto z 222 mln USD do 240 mln USD. W związku z podniesieniem prognoz rewidujemy naszą cenę docelową z 61,2 PLN do 67,4 PLN oraz podnosimy naszą rekomendację z Redukuj do Akumuluj.

Prognoza wyników na 2Q'13 (4Q'12)

W 2Q'13 (4Q'12) spodziewamy się wzrostu przychodów ze sprzedaży segmentów handlu zbożem (+85,4% r/r), oleju luzem (+66,1% r/r) oraz terminali zbożowych (+231,0% r/r). Oczekujemy spadku rentowności EBITDA segmentów oleju butelkowanego oraz oleju luzem w efekcie niższych o 35% r/r marży przerobowych w 2Q'13 (4Q'12). Spodziewamy się spadku rentowności EBITDA segmentu handlu zboża, w rezultacie spadku marży handlowych (efekt widoczny od początku 2012 roku). Spodziewamy się, że w 2Q'13 przychody ze sprzedaży Grupy wzrosną o 66,4% r/r, EBITDA o 20,9% r/r, a zysk netto 28,0% r/r. Wysokie wolumeny sprzedaży budują również nadzieję na poprawę przepływów operacyjnych. Według naszych szacunków po IH całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 63% na poziomie sprzedaży, 57% EBITDA i 56% zysku netto. W ostatnich trzech latach po IH całoroczny wynik wykonany był średnio w 48% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 46% EBITDA i 47% zysku netto.

Wysokie wolumeny sprzedaży zbóż co najmniej do końca 1Q'13

Od początku sezonu 2012/2013 (od VI'12) wolumen eksportu zbóż z Ukrainy wyniósł 14,8MT, a całoroczny potencjał szacowany jest na 23MT (prognoza Ministerstwa Rolnictwa). Wkrótce bardzo prawdopodobne, że Rząd wprowadzi ograniczenia w eksporcie pszenicy, a w jej miejsce eksporterzy zwiększą ilość sprzedawanej kukurydzy. W I'13 tylko przez 9 dni kraj opuściło nawet do 0,8MT zbóż, co oznacza, że wysokie wolumeny eksportu nadal są utrzymywane.

(mln USD)	09/10	10/11	11/12	12/13P	13/14P
Przychody	1 020,5	1 899,1	2 157,4	2 732,9	2 544,3
EBITDA	190,0	309,6	322,0	382,1	419,0
marża EBITDA	18,6%	16,3%	14,9%	14,0%	16,5%
EBIT	167,5	277,3	256,5	300,4	338,0
Zysk netto	152,0	226,3	206,7	239,6	253,7
P/E	9,8	7,2	7,8	6,8	6,4
P/E (bez rewaluacji)	10,3	7,8	10,0	8,1	8,0
P/CE	8,5	6,3	6,0	5,0	4,8
P/BV	2,5	1,7	1,4	1,1	1,0
EV/EBITDA	9,4	6,3	7,0	6,1	5,1
EV/EBITDA (bez rewaluacji)	9,6	6,6	7,9	6,7	5,7
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%

Kurs USD/PLN: 3,16

Prognoza 2Q'13 (4Q'12)

W 2Q'13 (4Q'12) spodziewamy się wzrostu przychodów ze sprzedaży segmentów handlu zbożem (+85,4% r/r – w ślad za 82,1% wzrostem wolumenów sprzedaży), oleju luzem (+66,1% r/r – w ślad za 66,4% wzrostem wolumenów sprzedaży) oraz terminali zbożowych (+231,0% r/r – w ślad za 161,6% wzrostem wolumenów sprzedaży). Ujemnej dynamiki przychodów spodziewamy się jedynie w segmentach oleju butelkowanego (-10% r/r – w rezultacie niższych o 28,2% wolumenów sprzedaży) oraz segmentu sprzedaży cukru (-17,1% r/r – w efekcie 17,0 spadku wolumenów produkcji). Oczekujemy spadku rentowności EBITDA segmentów oleju butelkowanego (z 20,0% w 2Q'12 do 17,2% w 2Q'13) oraz oleju luzem (z 16,1% w 2Q'12 do 12,3% w 2Q'13) w efekcie spadku marży przerobowych na słoneczniku w 2Q'13 (4Q'12) o 35% r/r. Spodziewamy się również spadku rentowności EBITDA segmentu handlu zbożem z 9,6% w 2Q'12 do 3,3% w 2Q'13, w rezultacie wzrostu konkurencji na rynku krajowym oraz spadku marży handlowych ogółem (efekt widoczny od początku 2012 roku). Wzrostu rentowności spodziewamy się jedynie w segmencie terminali zbożowych, w związku z przejęciem terminalu w Tamanie, którego działalność charakteryzuje się wyższymi marżami operacyjnymi (wyższe marże na rynku rosyjskim). Mimo spadku rentowności głównych segmentów, szacujemy, że Spółce uda się zrekompensować ten efekt rosnącymi wolumenami, a w związku z czym wyniki całej Grupy ulegną poprawie.

Spodziewamy się, że w 2Q'13 (4Q'12) przychody ze sprzedaży Grupy wzrosną o 66,4% r/r, EBITDA o 20,9% r/r, a zysk netto 28,0% r/r. Po pierwszym półroczu całoroczna prognoza rezultatów wykonana będzie w 63% na poziomie sprzedaży, 57% EBITDA i 56% zysku netto.

Prognoza wyników Grupy Kernel w 2Q'13 (mln USD)

(mln USD)	2Q13P	2Q12	różnica	IH13P	IH12P	zmiana	2013P	2012	zmiana
Przychody	989,3	594,4	66,4%	1 507,0	985,9	52,9%	2 732,9	2 157,4	26,7%
EBITDA	125,3	103,6	20,9%	199,4	148,6	34,1%	382,1	322,0	18,7%
marża	12,7%	17,4%	-	13,2%	15,1%	-	14,0%	14,9%	-
EBIT	105,2	86,2	22,0%	160,1	116,4	37,6%	300,4	256,5	17,1%
Zysk brutto	85,3	64,2	33,0%	125,4	92,2	36,0%	248,5	193,9	28,2%
Zysk netto	83,4	65,2	28,0%	120,2	101,9	18,0%	239,6	206,7	15,9%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

Całoroczna prognoza Zarządu, DI BRE i wykonanie po IH'13 (mln USD)

(mln USD)	IH13P	Wykonanie prognozy Zarządu po IH'13	Prognoza Zarządu 2013	Prognoza DI BRE 2013	Wykonanie prognozy DI BRE po IH'13	Prognoza DI BRE vs. prognoza Zarządu
Przychody	1 507,0	62,8%	2 400,0	2 732,9	55,1%	113,9%
EBITDA	199,4	57,0%	350,0	382,1	52,2%	109,2%
marża	13,2%		14,6%	14,0%		
EBIT	160,1			300,4		
Zysk brutto	125,4			248,5		
Zysk netto	120,2	55,9%	215,0	239,6	50,2%	111,5%

Źródło: DI BRE Banku S.A.

W ostatnich trzech latach po pierwszej połowie roku całoroczny wynik wykonany był średnio w 48% na poziomie przychodów ze sprzedaży, 46% EBITDA i 47% zysku netto. W bieżącym roku wykonanie całorocznej prognozy wyników przedstawionej przez Zarząd, według nas, znajdować się będzie na znacznie wyższym poziomie. Bardzo możliwe, że po wynikach za 2Q'13 (4Q'12) lub 3Q'13 (1Q'13) Zarząd zdecyduje się na podniesienie swoich szacunków. Według nas najbardziej prawdopodobne jest podniesienie prognozy na poziomie przychodów ze sprzedaży i wyniku netto. Całoroczny wynik EBITDA szacujemy obecnie na poziomie o 9,2% wyższym niż wynika to z oficjalnej prognozy Grupy Kernel.

Wycena

Wartość Spółki Kernel szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową w perspektywie 9-ciu miesięcy ustalamy na poziomie 67,4 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	61,5
Wycena DCF (PLN)	50%	59,0
	cena wynikowa	60,3
	cena docelowa za 9 m-cy	67,4

Ostateczna wycena składa się w 50% wyceny porównawczej i w 50% z waluacji opartej na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (wycena DCF).

Wycena porównawcza

Wytwarzanie oleju roślinnego	Kraj	P/E				EV/EBITDA			
		2011	2012P	2013P	2014P	2011	2012P	2013P	2014P
AGROTON PUBLIC LTD	Ukraina	3,6	4,6	2,7	-	2,5	3,0	2,4	-
ASTARTA	Ukraina	3,5	4,2	3,1	2,2	4,4	4,5	4,9	3,8
INDUSTRIAL MILK CO	Ukraina	-	6,1	4,0	3,4	-	5,2	3,8	3,2
KSG AGRO SA	Ukraina	-	-	-	-	-	5,9	4,4	-
MHP SA -GDR REG S	Ukraina	7,2	5,9	5,7	4,7	7,0	5,7	5,2	4,6
MILKILAND NV	Ukraina	7,4	8,1	5,0	4,5	5,6	5,4	4,3	3,7
OVOSTAR UNION NV	Ukraina	10,7	7,1	4,8	-	9,4	6,2	4,6	-
Maksimum		10,7	8,1	5,7	4,7	9,4	6,2	5,2	4,6
Minimum		3,5	4,2	2,7	2,2	2,5	3,0	2,4	3,2
Mediana		7,2	6,0	4,4	3,9	5,6	5,4	4,4	3,8
KERNEL HOLDING SA		7,2	7,8	6,8	6,4	6,3	7,0	6,1	5,1
Premia (dyskonto)		-0,5%	30,1%	53,8%	62,1%	12,5%	30,2%	40,1%	34,7%

Implikowana wycena

Mediana		6,0	4,4	3,9		5,4	4,4	3,8
Premia (dyskonto)		20%	20%	20%		20%	20%	20%
Waga wskaźnika			50%				50%	
Waga roku		33%	33%	33%		33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję (USD)	19,5							
Wartość firmy na akcję (PLN)	61,5							

W wycenie porównawczej decydujemy się na 20% premię Kernela do spółek porównywalnych z branży. Jest to podyktowane faktem, iż jak dotychczas Kernel jest najlepiej postrzeganą wśród inwestorów spółką z Ukrainy (dobra ocena Zarządu oraz realizowanych przejęć). Dodatkowo, Kernel jako jedyny z grupy porównywalnej, ze względu na wielkość należy do indeksu WIG-20.

Agroton to zintegrowany holding rolny prowadzący działalność we wschodniej Ukrainie o łącznym areale ziemi na poziomie 100 tys. ha. Spółka zajmuje się uprawą zbóż, hodowlą bydła i produkcją innych towarów rolnych. Industrial Milk Company to ukraiński producent zbóż oraz ziemniaków (łączny areal to około 140 tys. ha). Spółka hoduje również krowy na mleko. Astarta to lider na ukraińskim rynku cukru. Spółka dzierżawi ponad 200 tys. ha gruntów rolnych. KSG Agro to producent zbóż na Ukrainie. MHP to zintegrowany koncern rolny na Ukrainie prowadzący działalność w zakresie produkcji upraw roślinnych, produkcji paszy dla zwierząt, hodowli drobiu. Spółka prowadzi również dystrybucję własnych towarów. Milkiland to czwarty największy producent towarów mlecznych na Ukrainie i w Rosji. Spółka prowadzi działalność związaną z produkcją serów i produktów mlecznych (jogurty, mleko kartonowe). Ovostar to krajowy producent jaj o mocach na poziomie 0,7-0,8 mld jaj spożywczych rocznie.

Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka na Ukrainie = 12,0% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa w UAH).
- Wzrost FCF po roku 2019 = 2,0%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka wypłaci dywidendę akcjonariuszom najszybciej z zysku za rok obrotowy 2012/2013.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca roku obrotowego 2011/2012.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na początek września 2012 roku.

Założenia makroekonomiczne:

Założenia do modelu	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2019/ 2020P
Kurs UAH / USD	7,98	8,10	8,20	8,08	8,00	7,92	7,84	7,76	7,68
zmiana (r/r)	-5,0%	-3,0%	-3,0%	-1,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%
Cena ziaren słonecznika (USD)	484	539	499	536	552	552	552	552	552
Cena ziaren słonecznika (UAH)	3 867	4 366	4 091	4 333	4 410	4 366	4 322	4 279	4 236
Cena surowego oleju słonecznikowego (USD)	1 177	1 247	1 172	1 259	1 308	1 317	1 322	1 326	1 331
Cena oleju słonecznikowego (UAH)	9 396	10 101	9 611	10 171	10 462	10 427	10 361	10 287	10 222
Cena śruty słonecznikowej (USD)	164	225	230	234	239	244	248	253	258
Cena śruty słonecznikowej (UAH)	1 313	1 823	1 882	1 891	1 909	1 928	1 947	1 966	1 985
Modelowa marża (USD)*	163	170	173	181	191	197	201	204	208
Modelowa marża (UAH)*	1 303	1 380	1 420	1 462	1 530	1 559	1 574	1 585	1 600
Pszenica (USD)	238	225	208	224	230	230	230	230	230
Pszenica (UAH)	1 900	1 820	1 705	1 807	1 839	1 820	1 802	1 784	1 766
Jęczmień (USD/tona)	276	263	244	262	269	269	269	269	269
Jęczmień (UAH/tona)	2 206	2 132	1 998	2 116	2 154	2 132	2 111	2 090	2 069
Kukurydza (USD/tona)	248	236	219	235	242	242	242	242	242
Kukurydza (UAH/tona)	1 980	1 913	1 793	1 899	1 933	1 913	1 894	1 875	1 856
Soja (USD/tona)	480	457	423	455	467	467	467	467	467
Soja (UAH/tona)	3 830	3 701	3 467	3 673	3 738	3 701	3 664	3 627	3 591
Rzepak (USD/tona)	572	532	492	529	544	544	544	544	544
Rzepak (UAH/tona)	4 565	4 308	4 037	4 276	4 352	4 308	4 265	4 223	4 180
Buraki cukrowe (USD/tona)	65	65	68	70	72	74	76	79	81
Buraki cukrowe (UAH/tona)	519	530	556	564	575	587	599	611	623
Cukier (USD/tona)	1 065	668	702	724	742	762	782	803	824
Cukier (UAH/tona)	8 500	5 407	5 756	5 845	5 937	6 031	6 129	6 229	6 332
Wykorzystanie terminalów (tys. ton)	1 809	4 100	4 920	5 658	5 941	6 238	6 550	6 877	7 221
Wykorzystanie elewatorów (tys. ton)	2 146	2 200	1 700	1 785	1 874	1 968	2 066	2 170	2 278
Wielkość zbiorów w segmencie rolnictwa (tys. ton)	281	770	1 008	1 048	1 090	1 134	1 179	1 225	1 267
Ilość handlowanego zboża (tys. ton)	2 146	2 200	1 700	1 785	1 874	1 968	2 066	2 170	2 278
Ilość sprzedawanego oleju butelkowego (mln litrów)	124	120	122	125	127	130	132	135	138
Ilość sprzedawanego oleju luzem (tys. ton)	830	1 100	1 100	1 150	1 144	1 139	1 133	1 127	1 122
Ilość przerabianego słonecznika (tys. ton)	2 174	2 765	2 770	2 887	2 879	2 872	2 865	2 859	2 852

*marża modelowa = - cena słonecznika / 1,2 + 0,43 * cena oleju słonecznikowego + 0,37 * cena śruty słonecznikowej

Marża przerobowa na ilość nasion słonecznika w segmencie oleju butelkowego i oleju luzem

(USD/t)	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2019/ 2020P
Marża modelowa (USD/t)*	194,44	167,55	170,32	173,14	181,01	191,35	196,90	200,78	204,28	208,26
Koszt przewozu oleju (USD/t)			16,2	16,6	17,5	18,3	19,2	20,2	21,2	22,3
Koszt tłoczenia nasion (USD/t)			23,6	24,2	25,4	26,6	28,0	29,4	30,8	32,4
Koszt przechowania nasion (USD/t)			13,3	13,7	14,0	14,4	14,7	15,1	15,5	15,8
Koszty FOB (USD/t)			10,1	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,3	11,6
Koszty zarządu (USD/t)			24,2	24,8	25,1	26,3	27,7	29,1	30,6	32,2
Marża przerobowa (USD/t) – olej luzem	94,2	88,5	82,9	83,6	88,7	95,0	96,4	95,9	94,9	94,0
Marża przerobowa (USD/t) – olej butelkowany	98,7	106,3	110,0	110,9	117,6	126,0	127,9	127,2	125,8	124,7

*marża modelowa = - cena słonecznika / 1,2 + 0,43 * cena oleju słonecznikowego + 0,37 * cena śruty słonecznikowej

Szacunki DI BRE Banku

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

(mln USD)	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2019/ 2020P
VAT zwrócony	107,0	202,4	318,8	337,6	378,2	391,1	393,5	396,1	398,7	401,1
VAT należności	221,3	238,3	273,7	280,6	288,3	296,3	304,3	312,4	320,6	328,7
VAT narosły w ciągu okresu	328,2	440,7	354,3	344,5	385,9	399,1	401,5	404,1	406,9	409,3

Model DCF

(mln USD)	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P	2017/ 2018P	2018/ 2019P	2019/ 2020P	2020/ 2021P	2021/ 2022P	+
Przychody ze sprzedaży	2 732,9	2 544,3	2 863,0	3 012,4	3 090,2	3 167,6	3 248,0	3 332,1	3 413,4	3 483,7	3 552,3
zmiana	26,7%	-6,9%	12,5%	5,2%	2,6%	2,5%	2,5%	2,6%	2,4%	2,1%	2,0%
EBITDA	382,1	419,0	485,6	523,6	534,4	540,4	545,4	550,5	554,5	548,2	554,4
marża EBITDA	14,0%	16,5%	17,0%	17,4%	17,3%	17,1%	16,8%	16,5%	16,2%	15,7%	15,6%
Amortyzacja	81,6	81,0	79,8	79,3	78,9	78,8	78,3	78,3	78,6	78,8	78,8
EBIT	300,4	338,0	405,8	444,2	455,5	461,6	467,1	472,2	476,0	469,5	475,5
marża EBIT	11,0%	13,3%	14,2%	14,7%	14,7%	14,6%	14,4%	14,2%	13,9%	13,5%	13,4%
Opodatkowane EBIT	12,4	19,1	23,8	26,5	27,3	27,7	28,1	28,5	28,8	28,4	65,7
NOPLAT	288,0	318,9	382,0	417,7	428,2	433,9	439,0	443,7	447,2	441,1	409,8
CAPEX	-250,7	-70,7	-71,4	-72,1	-72,8	-73,6	-74,3	-76,5	-78,8	-78,8	-78,8
Kapitał obrotowy	-98,4	45,9	-39,3	-22,2	-16,4	-16,5	-16,7	-16,9	-17,0	-9,0	-22,2
Pozostałe (rewaluacja aktywów biologicznych)	-40,2	-54,7	-60,7	-59,1	-57,1	-54,7	-50,2	-44,2	-37,7	-32,4	-33,5
FCF	-19,7	320,4	290,5	343,7	360,8	368,0	376,0	384,3	392,2	399,6	354,1
WACC	15,1%	15,4%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,7%	15,7%	15,8%	16,0%	16,1%
współczynnik dyskonta	0,94	0,82	0,71	0,61	0,53	0,46	0,39	0,34	0,29	0,25	0,21
PV FCF	-18,5	261,5	204,9	209,6	190,1	167,4	147,6	130,0	114,1	99,0	75,1

WACC

Koszt długu	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Stopa wolna od ryzyka	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
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	5,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	16,0%
Dług netto / EV	30,1%	23,0%	21,2%	20,2%	19,6%	19,1%	18,4%	17,5%	16,4%	13,2%	9,9%
Koszt kapitału własnego	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

Analiza wrażliwości

Wartość rezydualna (TV)	2 520,5	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	623,9		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 504,7	WACC +1,0pp	56,7	58,0	59,5	61,2	65,4
Wartość firmy (EV)	2 128,5	WACC +0,5pp	59,5	61,0	62,6	64,5	69,3
Dług netto	610,3	WACC	62,5	64,1	66,0	68,1	73,5
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -0,5pp	65,7	67,5	69,6	71,9	78,1
Udziałowcy mniejszościowi	31,0	WACC 1,0PP	69,1	71,1	73,4	76,1	83,1
Wartość firmy	1 487,2						
Liczba akcji (mln)	79,7						
Wartość firmy na akcję (USD)	18,7						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	11,9%						
Cena docelowa (USD)	20,9						
Cena docelowa (PLN)	66,0						
EV/EBITDA ('12/'13) dla ceny docelowej	6,0						
P/E ('12/'13) dla ceny docelowej	6,9						
Udział TV w EV	29,3%						

Rachunek Wyników

(mln USD)	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P
Przychody ze sprzedaży	1 020,5	1 899,1	2 169,2	2 732,9	2 544,3	2 863,0	3 012,4	3 090,2
zmiana	-2,5%	86,1%	14,2%	26,7%	-6,9%	12,5%	5,2%	2,6%
Butelkowany olej słonecznikowy	112,6	152,1	191,1	160,3	153,7	168,5	178,5	183,3
Olej słonecznikowy luzem	400,7	1 157,9	1 212,9	1 601,9	1 524,4	1 698,1	1 751,5	1 758,5
Usługi przeładunku zboża i usługi transportowe	53,7	33,0	31,2	63,8	75,6	88,3	93,6	99,3
Rolnictwo	41,7	54,7	166,9	281,1	340,5	380,9	407,3	423,5
Zboże	466,5	571,1	603,5	696,9	498,4	562,8	607,5	637,9
Usługi przechowywania zboża	24,7	26,6	44,9	56,4	62,5	71,2	80,7	91,4
Cukier	0,0	0,0	98,0	66,3	88,7	98,0	103,6	109,6
Pozostałe	-79,5	-96,3	-179,4	-193,9	-199,6	-204,8	-210,4	-213,3
Koszty wytworzenia	709,4	1 439,6	1 711,2	2 216,9	2 019,8	2 263,4	2 363,5	2 418,3
Koszty zarządu	26,7	38,2	65,0	66,9	68,7	72,3	75,8	79,5
Koszty sprzedaży	134,4	170,3	206,6	215,6	199,5	209,4	215,6	221,9
Pozostała działalność operacyjna netto	17,5	26,2	69,3	67,0	81,8	88,0	86,7	84,9
w tym rewaluacja aktywów biologicznych	7,5	16,3	67,3	40,2	54,7	60,7	59,1	57,1
EBIT	167,5	277,3	255,8	300,4	338,0	405,8	444,2	455,5
zmiana	0,5%	65,5%	-7,8%	17,1%	12,5%	20,1%	9,5%	2,5%
marża EBIT	16,4%	14,6%	11,8%	11,0%	13,3%	14,2%	14,7%	14,7%
Wynik na działalności finansowej	-11,8	-40,7	-61,4	-51,9	-64,8	-65,8	-65,9	-65,7
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	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
Zysk brutto	151,6	208,4	194,4	248,5	273,3	340,1	378,3	389,8
Podatek dochodowy	-0,1	-17,6	-4,2	12,4	19,1	23,8	26,5	27,3
Udziałowcy mniejszościowi	0,3	0,2	15,2	3,5	-0,4	-1,3	-1,0	-0,9
Zysk netto	152,0	226,3	213,8	239,6	253,7	315,0	350,8	361,6
zmiana	12,1%	48,9%	-5,5%	15,9%	5,9%	24,1%	11,4%	3,1%
marża	14,9%	11,9%	9,9%	8,8%	10,0%	11,0%	11,6%	11,7%
Amortyzacja	22,5	32,4	68,8	81,6	81,0	79,8	79,3	78,9
EBITDA	190,0	309,6	324,6	382,1	419,0	485,6	523,6	534,4
zmiana	0,0%	62,9%	4,8%	18,7%	9,7%	15,9%	7,8%	2,1%
marża EBITDA	18,6%	16,3%	15,0%	14,0%	16,5%	17,0%	17,4%	17,3%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	73,2	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7
EPS	2,1	2,8	2,7	3,0	3,2	4,0	4,4	4,5
CEPS	2,4	3,2	3,5	4,0	4,2	5,0	5,4	5,5
ROAE	25,3%	23,4%	17,9%	16,9%	15,6%	17,8%	18,7%	18,4%
ROAA	13,5%	14,5%	10,2%	10,0%	9,8%	11,4%	12,2%	12,1%

Bilans

(mln USD)	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P
AKTYWA	1 123,1	1 556,2	2 100,5	2 404,7	2 598,2	2 767,7	2 884,9	2 978,8
Majątek trwały	526,1	752,2	958,2	1 167,9	1 160,8	1 156,3	1 153,7	1 153,1
Wartość niematerialne i prawne	31,8	65,6	88,7	106,1	103,2	106,4	109,7	113,0
Rzeczowe aktywa trwałe	379,0	502,8	722,0	884,9	880,7	873,1	867,2	863,2
Wartość firmy	86,1	86,0	133,8	137,2	137,2	137,2	137,2	137,2
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	29,1	97,9	13,7	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Długoterminowe RM	0,0	0,0	0,0	19,8	19,8	19,8	19,8	19,8
Majątek obrotowy	597,0	804,0	1 142,3	1 236,8	1 437,4	1 611,4	1 731,2	1 825,7
Zapasy	147,8	183,7	405,0	461,2	415,9	442,9	456,8	466,7
Należności krótkoterminowe	159,7	192,9	261,3	297,5	274,0	305,5	318,4	323,5
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	0,0	37,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	57,8	110,2	44,9	11,0	218,7	265,8	291,6	306,1
Krótkoterminowe RM	205,6	221,3	238,3	273,7	280,6	288,3	296,3	304,3
(mln USD)	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P
PASYWA	1 123,1	1 556,2	2 100,5	2 404,7	2 598,2	2 767,7	2 884,9	2 978,8
Kapitał własny	600,1	965,9	1 195,8	1 416,6	1 626,0	1 768,6	1 873,1	1 960,4
Kapitał akcyjny	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kapitał zapasowy	357,7	498,9	503,8	503,8	503,8	503,8	503,8	503,8
Zysk z lat ubiegłych	391,6	617,9	831,7	1 064,2	1 270,0	1 407,4	1 506,2	1 587,2
Udziały mniejszości	3,0	25,7	29,9	31,0	31,0	31,0	31,0	31,0
Zobowiązania długoterminowe	167,7	169,6	440,8	459,5	459,5	459,5	459,5	459,5
Dług	135,3	156,1	429,4	426,9	426,9	426,9	426,9	426,9
Zobowiązania krótkoterminowe	352,2	395,0	434,0	497,6	481,6	508,6	521,2	527,8
Zobowiązania handlowe	142,3	129,1	166,2	231,6	215,6	242,6	255,3	261,9
Dług	209,9	265,9	267,8	266,0	266,0	266,0	266,0	266,0
Rezerwy na zobowiązania	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
Dług	345,1	422,0	697,1	692,8	692,8	692,8	692,8	692,8
Dług netto	287,4	311,8	652,2	681,9	474,1	427,0	401,2	386,7
(Dług netto / Kapitał własny)	47,9%	32,3%	54,5%	48,1%	29,2%	24,1%	21,4%	19,7%
(Dług netto / EBITDA)	1,5	1,0	2,0	1,8	1,1	0,9	0,8	0,7
BVPS	8,2	12,1	15,0	17,8	20,4	22,2	23,5	24,6

Przepływy pieniężne

(mln USD)	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P
Przepływy operacyjne	84,8	56,1	-109,0	246,0	391,1	361,9	415,8	433,6
Zysk netto	152,0	226,3	213,8	239,6	253,7	315,0	350,8	361,6
Amortyzacja	22,5	32,4	68,8	81,6	81,0	79,8	79,3	78,9
Kapitał obrotowy	-90,2	-183,4	-318,9	-98,4	45,9	-39,3	-22,2	-16,4
Pozostałe	0,4	-19,1	-72,7	23,2	10,4	6,4	7,8	9,5
Przepływy inwestycyjne	-125,6	-126,1	-176,2	-250,7	-70,7	-71,4	-72,1	-72,8
CAPEX	-126,4	-59,6	-180,8	-250,7	-70,7	-71,4	-72,1	-72,8
Inwestycje kapitałowe	0,8	-66,5	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	0,5	122,3	220,0	-66,9	-112,7	-243,4	-317,9	-346,3
Dług	4,0	123,6	214,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	5,1	0,0	-47,9	-177,6	-252,0	-280,7
Pozostałe	0,0	0,0	0,1	0,5	1,1	2,4	2,8	3,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-40,3	52,4	-65,2	-71,6	207,7	47,1	25,8	14,5
Środki pieniężne na koniec okresu	57,8	110,2	44,9	11,0	218,7	265,8	291,6	306,1
DPS (USD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	2,2	3,2	3,5
FCF	-33,9	68,0	-238,3	-19,7	320,4	290,5	343,7	360,8
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-12,4%	-3,1%	-8,3%	-9,2%	-2,8%	-2,5%	-2,4%	-2,4%

Wskaźniki rynkowe

	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013P	2013/ 2014P	2014/ 2015P	2015/ 2016P	2016/ 2017P
P/E	9,8	7,2	7,8	6,8	6,4	5,1	4,6	4,5
P/CE	8,5	6,3	6,0	5,0	4,8	4,1	3,8	3,7
P/BV	2,5	1,7	1,4	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
P/S	1,5	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
FCF/EV	-1,9%	3,5%	-8,3%	-0,9%	15,3%	14,2%	17,0%	18,0%
EV/EBITDA	9,4	6,3	7,0	6,1	5,1	4,3	3,9	3,8
EV/EBIT	10,6	7,1	8,8	7,8	6,3	5,1	4,6	4,5
EV/S	1,7	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,0%	10,9%	15,5%	17,3%

Cena (USD)

Liczba akcji na koniec okresu (mln)	73,2	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7	79,7
MC (mln USD)	1 489,9	1 622,0	1 622,0	1 622,0	1 622,0	1 622,0	1 622,0	1 622,0
Kapitał udziałowców mniej. (mln USD)	3,0	25,7	31,0	31,0	31,0	31,0	31,0	31,0
EV (mln USD)	1 780,3	1 959,5	2 263,4	2 334,9	2 127,2	2 080,1	2 054,3	2 039,8



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

Departament Analiz:

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

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

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

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Deweloperzy

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.lemicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

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

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łagowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@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%**TRZYMAY** - 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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Kernel

Rekomendacja	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj	Trzymaj	Trzymaj	Redukuj
data wydania	2012-06-05	2012-08-09	2012-08-31	2012-11-06	2012-12-10	2013-01-07
kurs z dnia rekomendacji	58,00	72,30	68,10	63,70	66,00	65,65
WIG w dniu rekomendacji	37287,97	41254,00	41077,44	43567,60	45538,45	47888,16