

IMC S.A.

Na fali wzrostu cen zbóż

W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze prognozy finansowe i wycenę dla spółki IMC. W początkowej fazie pandemii ceny zbóż pozostawały pod presją, podobnie jak inne aktywa na rynkach towarowych. Niespodziewany, znaczący wzrost importu w Chinach, jak również negatywne czynniki po stronie podaży, przyczyniły się do wzrostu cen zbóż w drugiej połowie roku. Spodziewamy się dobrych wyników za 4Q20, co będzie rzutowało na zdolność spółki do wypłaty dywidendy w 2021 r. Naszym zdaniem wzrosty cen z nawiązką pokryją spadki wolumenów produkcji i sprzedaży, będących następstwem niekorzystnych warunków pogodowych na Ukrainie w 2020 r. W średnim terminie spodziewamy się normalizacji benckmarkowych cen zbóż, jak również zrealizowanych przez IMC cen transakcyjnych. Niemniej jednak, obecna faza cyklu gospodarczego, wspierana przez zdarzenia jednorazowe po stronie zarówno popytu jak i podaży, sprzyja spółkom rolniczym. Dodatkowym wsparciem dla wyników finansowych może być deprecjacja hrywny, w której spółka ponosi część kosztów operacyjnych. Wyżej wymienione czynniki przekładają się na podniesienie naszej 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC z 15,51 zł/akcję do 23,20 zł/akcję.

■ **Ceny zbóż na 7-letnich maksimach:** Największą niespodzianką minionego roku okazała się skala zakupów zbóż przez Chiny w drugiej połowie roku. Po 2 latach walki z pandemią ASF sytuacja na chińskim rynku żywca wieprzowego uległa stabilizacji, stąd szybki wzrost populacji tuczniaka, który przekłada się na rosnący popyt na pasze i zboża. Od strony podaży, sporym zaskoczeniem okazały się susze na Ukrainie i w USA, które ograniczyły ilość zbóż dostępnych na rynku międzynarodowym.

■ **Wzrost kosztów zrównoważony deprecjacją hrywny.** Spodziewamy się wzrostu kosztów operacyjnych takich jak paliwa, nasiona i nawozy. Jednak naszym zdaniem, deprecjacja hrywny powinna zrównoważyć ww. wzrosty.

■ **Skokowy wzrost cen zbóż zwiększa zdolność spółki do wypłaty dywidendy.** Sądzymy, że przy bieżących cenach zbóż, w najbliższych dwóch latach spółka będzie w stanie wypłacać niecałe 2 zł/akcję rocznie, co przy obecnej cenie akcji daje stopę dywidendy na poziomie ok. 10%.

mIn USD	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	169,6	163,4	177,9	168,6	170,0
EBITDA	39,0	68,9	81,9	46,6	56,9
Zysk netto	7,3	26,2	45,1	14,1	23,3
Dywidenda na akcję (USD)	0,50	0,21	0,51	0,51	0,51
Dług netto*	145,1	131,1	106,2	99,6	90,3
C/Z (x)	19,1	6,3	4,4	14,1	8,5
EV/EBITDA (x)	7,3	4,3	3,7	6,4	5,1
Stopa dywidendy (%)	11,8	4,2	8,6	8,6	8,6

*Od 2019 uwzględnia zobowiązania leasingowe

Źródło: IMC, BM Pekao

Cena zamknięcia (17 lutego 2021)	22,40 zł
12m cena docelowa(poprzednio 15,51 zł)*	23,20 zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	25,5/9,3 zł

PROFIL SPÓŁKI

IMC jest ukraińskim producentem rolnym zarządzającym bankiem ziemi o powierzchni 124,000ha w regionie Połtawy, Czernichowa i Sumy. Produkcja płodów rolnych koncentruje się na kukurydzy oraz pszenicy.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- Spadek cen produktów rolnych i/lub plonów IMC
- Wzrost kosztów produkcji
- Zmiany na rynku ziemi rolnej na Ukrainie
- Sytuacja polityczno-gospodarcza na Ukrainie

Reuters/Bloomberg	IMC.WA/IMC PW
Średni obrót dzienny ('000 akcji)	10,5
Akcje w wolnym obrocie (%)	20,7%
Wycena rynkowa (mln zł)	733
Liczba akcji (mln)	33,2
Główni akcjonariusze	Oleksandr Petrov 79,34%

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Publikacja raportu rocznego za 2020 r	29 kwietnia 2021
---------------------------------------	------------------



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	17,7%	62,6%	103,6%
Relatywna do WIG	20,6%	49,2%	94,5%
Relatywna do MSCI EME	11,9%	41,8%	73,3%

Krzysztof Koziel
 Analityk Akcji

BM Pekao
 +48 22 586-29 64
krzysztof.koziel@pekao.com.pl

*Poprzednia cena docelowa z raportu z 7 sierpnia 2020.

Aktualizacja prognoz i wyceny

Aktualizacja prognoz finansowych

W niniejszym raporcie podwyższamy nasze prognozy finansowe dla IMC na lata 2019-2020, co wynika przede wszystkim z rewizji założeń dotyczących wyższych cen zbóż. W drugiej połowie ubiegłego roku, ceny kukurydzy i innych zbóż na globalnych rynkach poszybowały w górę głównie dzięki wzmożonym zakupom Chin. W 2021 r. spodziewamy się utrzymania wysokich cen zbóż, co wynika z silnego popytu i ograniczeń po stronie podaży.

IMC: REWIZJA PROGNOZ FINANSOWYCH

USD mln	2020E			2021E			2022E		
	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica	Obecnie	Poprzednio	Różnica
Przychody	163,4	144,7	12,9%	177,9	157,1	13,2%	168,6	175,5	-3,9%
EBITDA	68,9	37,4	84,1%	81,9	55,6	47,3%	46,6	63,8	-27,0%
EBIT	47,3	14,1	235,5%	60,3	32,2	87,2%	24,5	40,0	-38,8%
Zysk netto	26,2	-5,4	-586,0%	45,1	19	137,3%	14,1	26,6	-47,1%
Areal (ha)									
Kukurydza	68 607	69 023	-0,6%	68 607	69 023	-0,6%	68 607	69 023	-0,6%
Słonecznik	25 907	25 859	0,2%	25 907	25 859	0,2%	25 907	25 859	0,2%
Pszenica	21 221	21 161	0,3%	21 221	21 161	0,3%	21 221	21 161	0,3%
Soja	0	0	n.m.	0	0	n.m.	0	0	n.m.
Ceny benchmarkowe (USD/tona)									
Kukurydza	143	137	4,4%	180	150	20,0%	167	160	4,4%
Słonecznik	408	408	0,0%	408	408	0,0%	408	408	0,0%
Pszenica	202	196	3,1%	210	196	7,1%	210	196	7,1%
Soja	321	321	0,0%	321	321	0,0%	321	321	0,0%
Plony (ton/ha)									
Kukurydza	9,3	10	-7,0%	9,4	11	-14,5%	9,5	11,0	-13,6%
Słonecznik	3,5	3,4	2,9%	3,5	3,5	0,0%	3,5	3,5	0,0%
Pszenica	5,8	5,8	0,2%	5,8	5,8	0,2%	5,8	5,8	0,2%
Soja	2,6	2,6	0,0%	2,6	2,6	0,0%	2,6	2,6	0,0%

Źródło: BM Pekao

W naszej ocenie fundamenty rynku kukurydzy wskazują na deficyt utrzymujący się przez następne dwa lata, co będzie wspierać ceny. W długim terminie nadal zakładamy normalizację do poziomu ok. 167 USD/t wobec 143 USD/t prognozowanych przez nas na 2020r. W dłuższej perspektywie popyt na kukurydzę powinien się odbudowywać wraz z pojawieniem się szczepionki na Covid-19, co powinno przyczynić się do wyższej mobilności społeczeństwa, a co za tym idzie konsumpcji paliw. Co więcej, do wzrostu cen surowców rolnych może przyczynić się realizacja umowy handlowej między USA a Chinami, choć w związku ze zmianą administracji w Białym Domu jest ryzyko renegocjacji porozumienia.

Przypominamy, że przychody ze sprzedaży kukurydzy w ostatnich trzech latach odpowiadały średnio za 65% całości sprzedaży spółki (wyłączając 2019 rok, kiedy sprzedawano wysoki plon z 2018 r. a udział ten wyniósł 62%).

Poza rewizją cen kukurydzy na nasze prognozy na rok 2020 pozytywnie wpłynęły oczekiwania co do spadku kosztów, wynikające z deprecjacji hrywny względem dolara.

Aktualizacja wyceny

Podwyższamy nasz szacunek 12-miesięcznej ceny docelowej dla akcji IMC do 23,20 zł z poziomu 15,51 zł. Zmiana wynika z wyższych prognoz wynikających z przede wszystkim z gwałtownych wzrostów cel na światowych rynkach zbóż.

IMC: MODEL DCF

mIn USD	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	163,4	177,9	168,6	170,0	171,3	172,6
EBIT	47,3	60,3	24,5	34,2	34,0	32,7
Podatek	-1,4	-5,0	-1,6	-2,6	-2,6	-2,6
NOPAT	45,9	55,3	22,9	31,6	31,3	30,1
Amortyzacja	21,6	21,6	22,1	22,7	23,5	25,2
Zmiany w kapitale obrotowym i wartości aktywów biologicznych	-13,2	-7,8	5,5	-1,8	-1,6	-1,6
Nakłady inwestycyjne	-5,5	-9,0	-10,0	-10,0	-10,0	-10,0
Inwestycje netto	2,9	4,9	17,6	11,0	11,9	13,5
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	48,8	60,1	40,5	42,5	43,2	43,7
WACC	12,7%					
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2021E-2025E	165,8		RFR		6,50%	
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym	2,0%		Beta niezalewarowana (x)		0,8	
Wartość rezydualna	243,6		Beta zalewarowana (x)		1,6	
Zdyskontowana wartość rezydualna	134,0		Premia kapitału własnego		8,0%	
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	299,8		Koszt kapitału własnego		19,4%	
Dług netto (31 grudnia 2020)	27,8		Premia kapitału obcego		1,0%	
Zobowiązania z tytułu leasingu (31 grudnia 2020)	103,3		WACC		12,7%	
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2021)	168,7					
Miesiąc	2					
Wartość godziwa	174,2					
Kurs USDPLN	3,70					
Wartość godziwa (mIn zł)	644,4					
Liczba akcji	33,2					
Wartość godziwa na akcję (zł)	19,42					
12-miesięczna cena docelowa na akcję (zł)	23,20					

Źródło: BM Pekao

Nasza wycena spółki IMC opiera się na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Dla celów prezentacyjnych przedstawiamy także wynik wyceny opartej na metodzie porównawczej. W naszej opinii wycena oparta o zdyskontowane przepływy pieniężne jest bardziej adekwatna niż inne metody wyceny z uwagi m.in. na: 1. Możliwość zawarcia w wycenie prognozy długoterminowych zysków i nakładów inwestycyjnych, 2. Uwzględnienie w wycenie specyficznych dla spółki czynników jak np. ryzyko kraju oraz 3. Ograniczoną grupę spółek porównywalnych o podobnym profilu produkcji, ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności do generowania wolnych przepływów pieniężnych.

IMC: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH RFR I ERP (ZŁ/AKCJA)

		ERP						
		5,00%	6,00%	7,00%	8,00%	9,00%	10,00%	11,00%
	3,50%	48,26	42,37	37,67	33,83	30,61	27,87	25,49
	4,50%	40,66	36,26	32,63	29,58	26,97	24,70	22,70
	5,50%	34,92	31,49	28,59	26,10	23,93	22,01	20,30
RFR	6,50%	30,40	27,65	25,27	23,20	21,35	19,71	18,22
	7,50%	26,74	24,48	22,48	20,72	19,13	17,69	16,38
	8,50%	23,71	21,80	20,10	18,57	17,18	15,91	14,74
	9,50%	21,14	19,50	18,03	16,69	15,46	14,32	13,27

Źródło: BM Pekao

IMC: 12-MIESIĘCZNA CENA DOCELOWA W ZALEŻNOŚCI OD ZAŁOŻONYCH CEN KUKURYDZY I PLONÓW W OKRESIE REZYDUALNYM (ZŁ/AKCJA)

		Benchmarkowa cena kukurydzy (USD/ton)						
		142,0	147,0	152,0	157,0	162,0	167,0	172,0
	9,5	3,39	5,86	8,36	10,90	13,46	16,03	18,63
	10,0	6,91	9,56	12,24	14,95	17,68	20,43	23,19
	10,5	10,49	13,32	16,17	19,05	21,95	24,87	27,80
IMC: Plony kukurydzy (ton/ha)	11,0	14,12	17,12	20,15	23,20	26,26	29,34	32,44
	11,5	17,79	20,96	24,16	27,37	30,60	33,85	37,11
	12,0	21,50	24,84	28,20	31,58	34,98	38,39	41,81
	12,5	25,24	28,74	32,27	35,82	39,37	42,94	46,53

Źródło: BM Pekao

Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy wcześniej uważamy ją za nieoptymalną do celów wyznaczenia wartości godziwej IMC. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

W celu ustalenia ceny docelowej posługujemy się mnożnikami na lata 2021 - 2022 (średnia dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla IMC na te lata. Wynik wyceny opartej o mnożniki dla spółek ukraińskich wskazuje na 12- miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 27,38 zł. Wycena oparta na porównywaniu ze spółkami międzynarodowymi wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 53,21 zł.

IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA – SPÓŁKI MIĘDZYNARODOWE*

Spółka	Ticker	EV (wal. lokalna)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2021E	2022E	2021E	2022E
Costa Group	CGC AU	2223,9	35,0	23,8	12,5	9,9
Adecoagro	AGRO US	1895,5	n.m.	12,8	5,0	5,1
Sipef	SIP BB	642,8	15,3	10,2	8,4	6,6
SLC Agrícola	SLCE3 BZ	10455,5	20,1	15,0	11,2	8,7
Mediana			20,1	13,9	9,8	7,6
IMC		297	4,4	14,1	3,7	6,4
Premia/Dyskonto (%)			-78%	1%	-62%	-17%

* Wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla IMC bazują na konsensusie Bloomberg

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA - SPÓŁKI UKRAIŃSKIE*

Spółka	Ticker	EV (wal. lokalna)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2021E	2022E	2021E	2022E
Astarta Holding	AST PW	431,2	n.m.	21,1	4,0	3,0
Kernel Holding**	KER PW	2163,8	16,3	22,4	3,8	4,0
MHP	MHPC LI	2005,3	-3,9	12,4	5,2	4,6
Mediana			6,2	21,1	4,0	4,0
IMC		297	4,4	14,1	3,7	6,4
Premia/Dyskonto (%)			-29%	-33%	-7%	58%

* Wszystkie prognozy za wyjątkiem tych dla IMC bazują na konsensusie Bloomberg

Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Ostatnie wydarzenia

Poprawa wyników w 9M2020 w ujęciu rdr dzięki wysokim cenom zbóż

W pierwszych trzech kwartałach 2020 r. IMC zanotowało niemal 50% wzrost zysku brutto ze sprzedaży. Największy wpływ na tak silną poprawę wyniku miało przeszacowanie aktywów biologicznych, zwłaszcza w 3Q20, za które odpowiedzialny były znaczące wzrosty cen zbóż, w tym przede wszystkim kukurydzy. Cena kukurydzy na koniec 3Q20 była o 11% wyższa qoq. Jeszcze bardziej wyraźny wzrost miał miejsce w 4Q20: kukurydza pod koniec ubiegłego roku kosztowała USD 191/t, a więc o 28% więcej niż 3 miesiące wcześniej. Dodatkowym, pozytywnym efektem, który miał wpływ na wynik brutto ze sprzedaży ale też wynik operacyjny, była deprecjacja hrywny względem dolara. Między innymi dlatego koszty sprzedaży obniżyły się w 9M20 o 3,6% yoy. Koszty zarządu i sprzedaży spadły w tym samym okresie o 11,5% i 14,4%. Niekorzystny wpływ w ujęciu rocznym miał spadek przychodów ze sprzedaży związany z niższą sprzedażą wolumenową (-11% rdr dla 9M20).

IMC: WYNIKI KWARTALNE

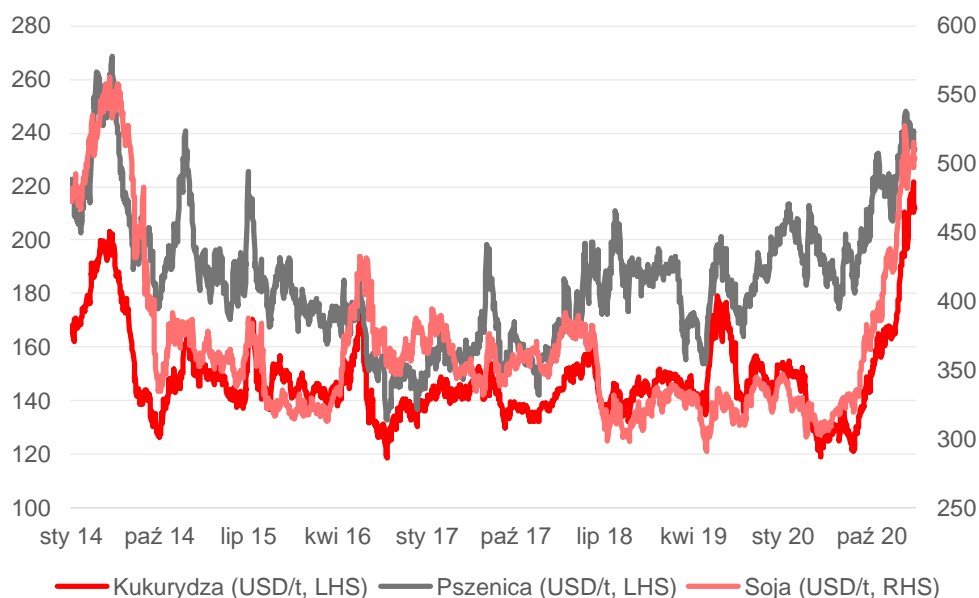
mIn USD	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	rdr
Przychody	18,2	50,3	49,2	46,9	22,8	50,8	50,6	29,3	34,0	49%
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biol. i produktów rolnych (netto)	18,8	10,5	0,6	45,5	-5,7	12,4	2,0	44,3	17,9	-413%
Koszt sprzedaży	-18,3	-54,9	-46,0	-44,4	-20,1	-60,3	-47,4	-24,8	-34,4	71%
Zysk brutto na sprzedaży	18,7	5,9	3,7	47,9	-3,1	2,9	5,1	48,7	17,6	-667%
Koszty administracyjne	-3,1	-3,0	-2,9	-3,0	-3,9	-3,4	-3,0	-2,7	-3,0	-23%
Koszty sprzedaży	-1,6	-4,1	-6,3	-5,8	-2,9	-6,2	-7,0	-3,7	-2,2	-27%
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-1,7	-2,0	-0,8	-0,3	0,3	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-213%
EBIT	12,3	-3,2	-6,4	38,8	-9,7	-7,6	-5,2	42,2	12,1	-225%
Amortyzacja	3,1	2,9	4,5	4,6	7,6	7,0	5,3	5,2	3,8	-50%
EBITDA	15,4	-0,3	-1,8	43,5	-2,1	-0,6	0,2	47,4	15,9	-877%
Koszty finansowe netto	-1,2	-1,2	-0,9	-1,0	-0,4	-1,2	-0,4	-0,9	-0,4	10%
Zysk przed opodatkowaniem	7,7	-4,3	-8,9	37,2	-9,2	-11,0	-14,8	41,8	6,5	-171%
Podatek dochodowy	0,0	-0,2	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	1556%
Zysk udziałowców niekontrolujących	-0,1	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	15%
Zysk netto	7,9	-4,6	-8,9	36,7	-9,2	-11,3	-14,7	41,7	6,5	-171%

Źródło: IMC, BM Pekao

Trendy na rynku produktów rolnych

Kształtowanie się cen produktów rolnych jest najważniejszą determinantą osiągniętych przez IMC wyników finansowych. Szczególną rolę odgrywa kształtowanie się cen kukurydzy. Przychody z jej sprzedaży odpowiadały w ostatnich trzech latach średnio za 65% całości przychodów spółki (wyłączając 2019 rok kiedy sprzedawano wysoki plon z 2018 r. udział kukurydzy spada do 62%). Drugim najważniejszym produktem z punktu widzenia udziału w przychodach jest słonecznik (średnio 17% w ostatnich czterech latach), a następnie pszenica (8%) i soja (6%). W sezonie 2020/2021, spółka zrezygnowała z zasiewu soi na rzecz pszenicy ozimej i w bieżącym roku spodziewamy się podobnej decyzji w tym zakresie. Poniżej przedstawiamy opis trendów cenowych na rynkach wybranych zbóż oraz czynniki mające wpływ na kształtowanie się cen.

USA: CENY ZBÓŻ



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Kukurydza

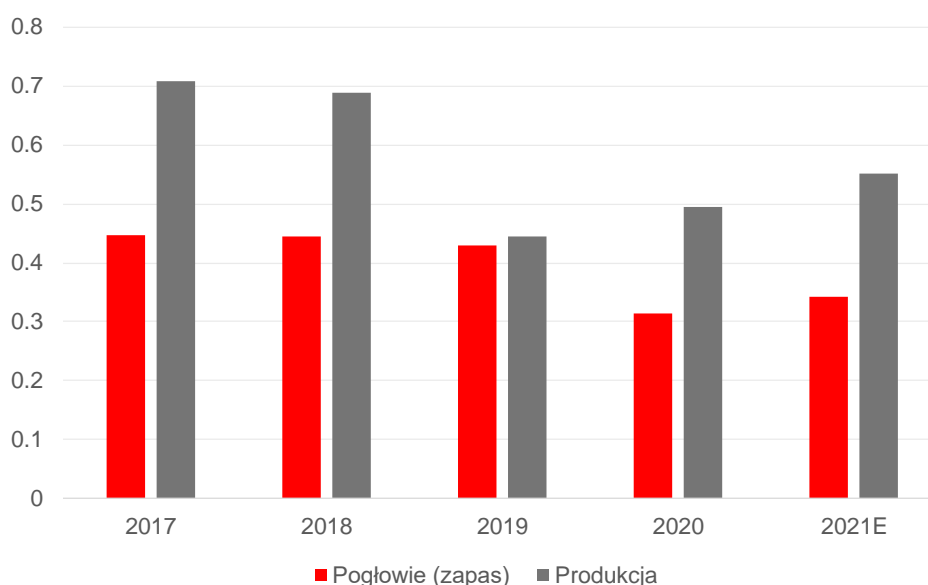
Ceny kukurydzy pod koniec 2020 r. osiągnęły 7-letnie maksimum, jednak według Platts'a w bieżącym roku, bilans popytu i podaży tego zboża w dalszym ciągu będzie sprzyjać wyższym notowaniom. Spadki podaży w pewnym stopniu wspierały ceny, jednak wiodącą siłą napędową wzrostów były czynniki popytowe, w tym przede wszystkim import w Chinach.

Popyt

Według Reutersa, to właśnie Chiny są w największym stopniu odpowiedzialne za ubiegłoroczne zmiany na rynku zbóż. W efekcie wybuchu pandemii Afrykańskiego Pomoru Świń, liczebność trzody chlewnej w Chinach spadła z 428,1 mln sztuk w 2019 r. do 310 mln sztuk w 2020 (-30%). Odbudowanie liczebności stada pociąga za sobą wzrost popytu na pasze, a co za tym idzie rekordowe zakupy zbóż. Chiny, z pozycji samowystarczalnego gracza na międzynarodowym rynku zbóż stały się znaczącym importem netto w ubiegłym roku.

Zdaniem Platts'a, w sezonie 2020/21 popyt na kukurydzę zgłaszany przez Chiny wyniesie 282 mt, w porównaniu do 5-letniej średniej na poziomie 248,3 mt. USDA pisze, że Chiński import w 2020/21 podwoi się do ok. 17,5 mt, ale wynik ten może być mocno zaniżony ze względu na niskie stany zapasów, które w dalszym ciągu wymagają odbudowy.

CHINY: POGŁOWIE TRZODY CHLEWNEJ



Źródło: Platts, BM Pekao

W przypadku Azji Południowowschodniej oraz Unii Europejskiej, konsumpcja kukurydzy w sezonie 2020/21 również ma być wyższa niż 5-letnia średnia. W pierwszym z wymienionych regionów popyt w bieżącym sezonie ma wynieść 48,4mt w porównaniu do 43,52 mt średniej z poprzednich 5 lat. Konsumpcja w Unii Europejskiej jest prognozowana na 81,5 mt w porównaniu do 78,2 mt 5-letniej

średniej.

Największym znakiem zapytania jeśli chodzi o popyt na kukurydzę jest odbicie na rynkach paliw, a co za tym idzie sprzedaż etanolu i biokomponentów. Rynek będzie reagował na informacja dotyczące dostępności szczepionek i powodzenia masowych szczepień. Według Plattsa, oczekuje się, że w 1H21 Chiny zakupią ok. 200 mln galonów amerykańskiego etanolu i obecnie poszukują dodatkowych wolumenów.

Podaż

Spadki produkcji kukurydzy wśród największych producentów takich jak USA, UE, Ukraina oraz zawieszenie eksportu z Argentyny do marca 2021 r. również wspierają wzrost cen na światowych giełdach.

Susze, które wystąpiły w regionie Morza Czarnego oraz w Stanach Zjednoczonych były najważniejszym czynnikiem prowadzącym do spadku globalnej podaży kukurydzy. Spadki produkcji na Ukrainie doprowadziły do sytuacji w której część producentów nie mogła wywiązać się z kontraktów terminowych na rynku FOB, co zmusiło ich do szybkiego pokrywania pozycji na rynku i w konsekwencji wzrostu cen spotowych w październiku 2020 do 6-letnich maksimów. Według USDA, produkcja kukurydzy na Ukrainie w sezonie 2020/2021 ma sięgnąć 29,5 mt. Eksport ma wynieść ok. 24 mt, czyli 17% mniej niż w ubiegłym roku.

Pod koniec stycznia, Ukraińskie Ministerstwo Rolnictwa wprowadziło limit eksportu kukurydzy na sezon 2020/21 w wysokości 24 mt. Według informacji Plattsa, w oparciu o prognozy konsumpcji, Ukraińskie organizacje zrzeszające rolników i producentów wnioskowały o limit w wysokości 22 mt.

Szacunki produkcji kukurydzy w USA w sezonie 2020/21 wskazują na 9.3% spadki zbiorów w ujęciu rdr, do poziomu 368.5mt. Amerykańskie zapasy pod koniec sezonu 2020/21 mają wynieść 43mt co oznacza 7-letnie minimum.

Wśród największych producentów kukurydzy powody do zadowolenia może mieć jedynie Brazylia, która według USDA ma wyprodukować w sezonie 2020/21 110 mt kukurydzy, a więc 8 mt więcej niż w ubiegłym roku.

Perspektywy na większe zasiewy kukurydzy w USA w sezonie 2021/22 mogą spalić na panewce w związku z wysoką opłacalnością upraw soi. Zasiew kukurydzy i soi odbywa się w USA w tym samym czasie.

Według USDA produkcja kukurydzy na całym świecie w sezonie 2020/21 spadła o 3,5% do 1,13 mld ton w styczniu. Światowe zapasy tego zboża mają obniżyć się o 15% do 283 mt.

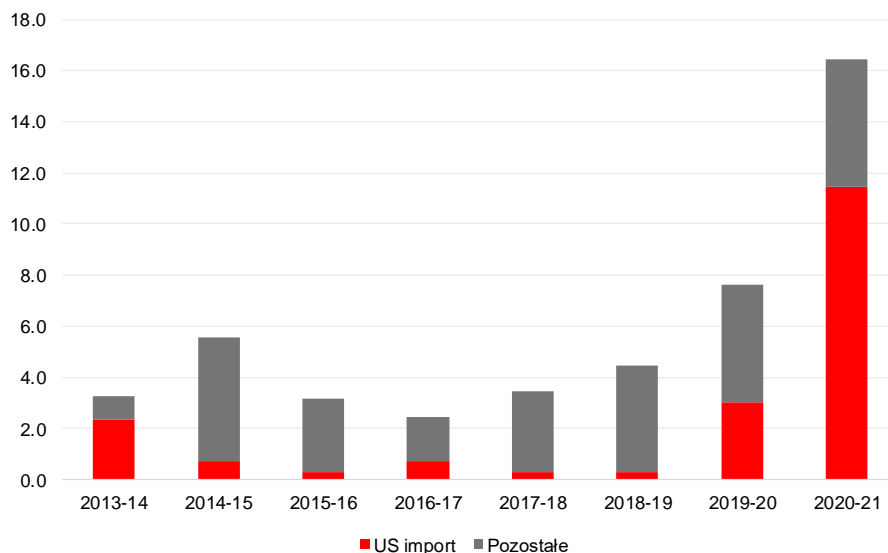
Etanol i DDGS

Kolejnym elementem, który mógłby doprowadzić do wzrostu popytu na kukurydzę w sezonie 2021/22 jest skuteczne wdrożenie programu szczepień, a co za tym idzie ożywienie gospodarcze, wzrost zużycia paliw i etanolu. Etanol jest odpowiedzialny za 40% amerykańskiego popytu na kukurydzę.

Platts wskazuje również na pewien potencjał podaży ze strony producentów wywaru gorzelniczego (DDGS – „Dried Distillers Grain with Solubles”), będącego produktem ubocznym w procesie wytwarzania alkoholu, który sprzedaje się głównie

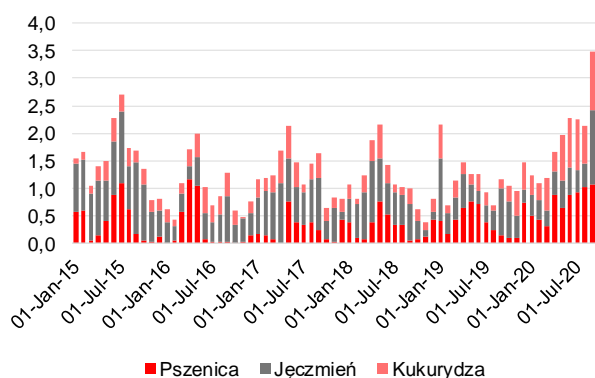
jako paszę. Kukurydziany wywar gorzelniczy stał się ostatnio głównym substytutem dla produktów ubocznych mielenia soi, zwłaszcza w Argentynie. Platts pisze, że taka sytuacja może utrzymywać się w przyszłości.

CHINY: IMPORT KUKURYDZY

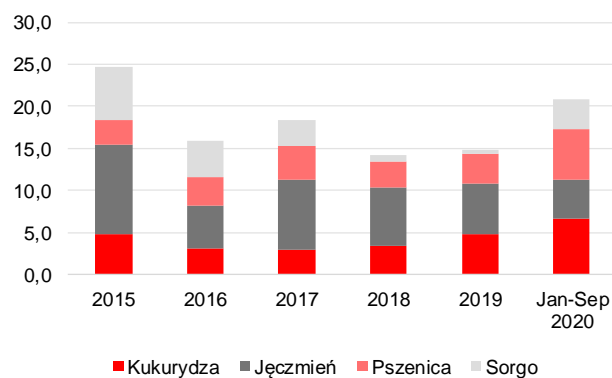


Źródło: Platts, BM Pekao

CHINY: IMPORT ZBÓŻ W UJĘCIU MIESIĘCZNYM

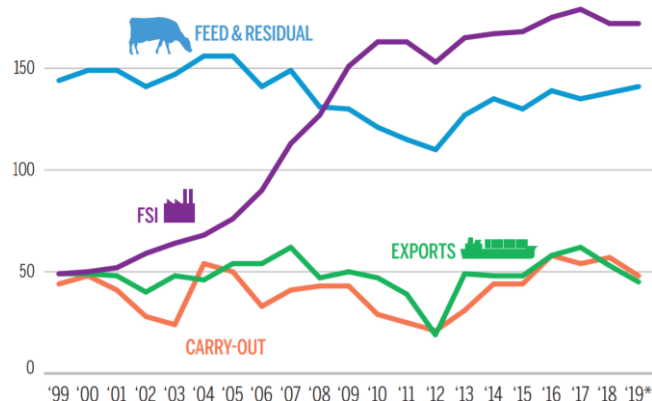


CHINY: IMPORT ZBÓŻ W UJĘCIU ROCZNYM

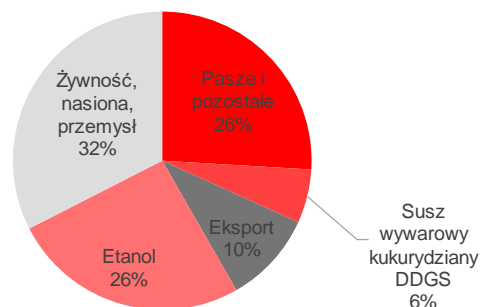


Źródło: Reuters, China Customs, BM Pekao

HISTORYCZNE ZAPOTRZEBOWANIE NA KUKURYDZĘ W USA



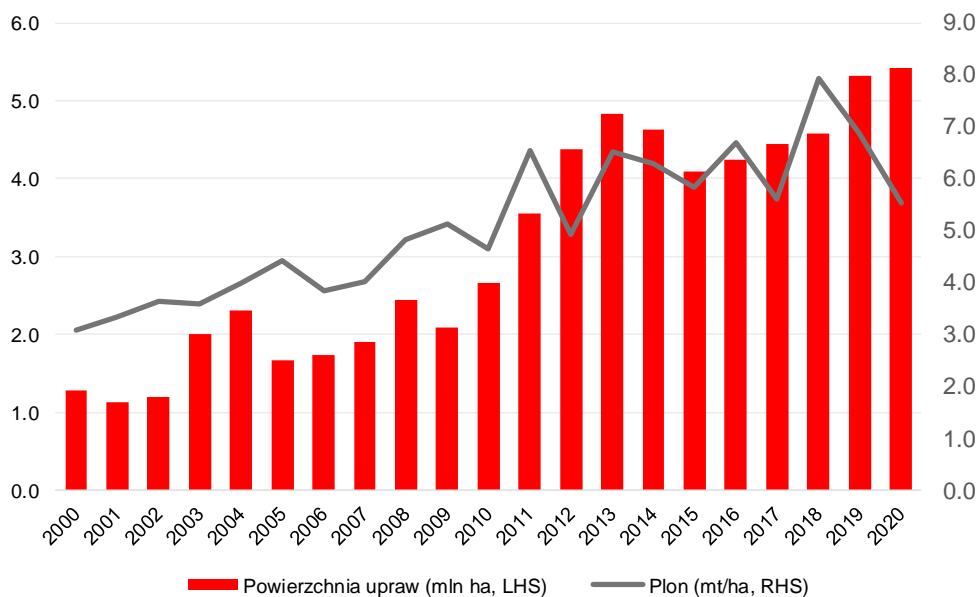
ZUŻYCIE KUKURYDZY POD WZGLĘDEM SEGMENTU RYNKU (2019/20)



*Feed&residual – pasze, FSI – żywność, nasiona i przemysł, Carry-out – przesunięcie sprzedaży na kolejny rok -

Źródło: <http://www.worldofcorn.com>

UKRAINA: POWIERZCHNIA UPRAW KUKURYDZY VS PLON



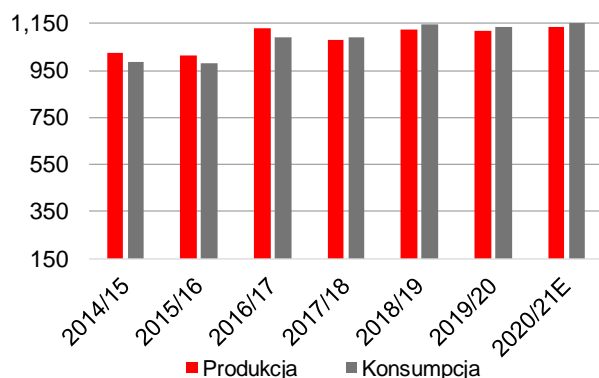
Źródło: Platts, BM Pekao

Bilans popytowo-podażowy na rynku zbóż

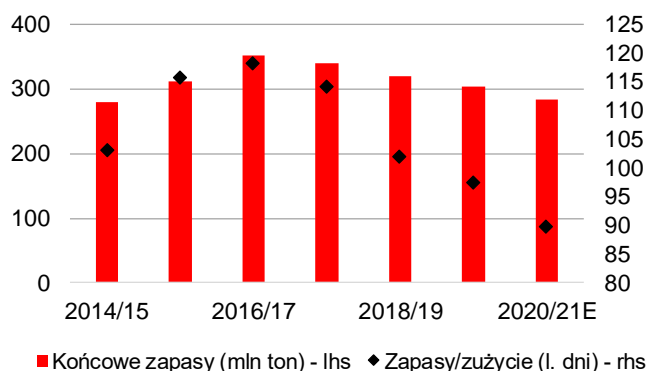
Na światowym rynku kukurydzy mieliśmy do czynienia z istotnym wzrostem zapasów w latach 2015/16 i 2016/17. W trakcie kolejnych trzech lat konsumpcja przeważała nad produkcją (z obecnie zakończonym sezonem 2019/20 włącznie). Zmiana sytuacji popytowo-podażowej nie była jednak wystarczająco istotna, aby

spowodować wzrost cen kukurydzy na rynkach światowych, które w ostatnich dwóch latach poruszały się w przedziale między 130 USD/t a 160 USD/t. Z uwagi na wyjątkowo deszczowy okres zasiewów w 2019 r., latem ubiegłego roku ceny kukurydzy poszybowwały do 180 USD/t, by cofnąć się ponownie do 130 USD/t we wrześniu. Ceny kukurydzy i innych zbóż zaczęły piąć się pewnie w górę dopiero w drugiej połowie 2020 roku, kiedy okazało się jak duże zapotrzebowanie na zboża zaczynają zgłaszać Chiny.

KUKURYDZA: ŚWIATOWA PRODUKCJA I KONSUMPCJA (MLN TON)



KUKURYDZA: ŚWIATOWY POZIOM ZAPASÓW



Źródło: USDA, BM Pekao

KUKURYDZA

Zdaniem American Farm Bureau Federation (grupa prowadząca lobbying na rzecz rolnictwa w USA) styczniowa publikacja raportów USDA, dot. popytu i podaży w USA i na świecie, potwierdziła kierunek kształtowania się podaży kukurydzy i soi w sezonie 2020/21. Ostatni raport WASDE pokazuje spadek zapasów początkowych kukurydzy oraz niższy plon dla kukurydzy i soi skutkujący słabszym zbiorem. Po stronie popytu, największą zmianą w stosunku do poprzedniego wydania jest obniżenie szacunku produkcji etanolu i eksportu kukurydzy. W odniesieniu do soi, prognozy popytu i eksportu zostały nieco podwyższone. W ogólnym rozrachunku, raporty USDA wysłały na rynek mocny sygnał przemawiający za wsparciem notowań ww. zbóż na globalnych rynkach.

Jeśli chodzi o podaż kukurydzy na rynku amerykańskim, zapasy początkowe w sezonie 2019/20 uległy obniżeniu o 76 mln buszli do 1919 mln buszli w odniesieniu do poprzedniego raportu. Prognozowane plony na sezon 2020/21 spadły o 3,8 bu/a z 175,8bu/a do 172bu/a. Dodatkowo, całkowita powierzchnia zasiewów została obniżona z 91mln akrów do 90,8 mln akrów. Całkowity spadek produkcji kukurydzy został oszacowany na 326 mln buszli do 14,18 mld buszli

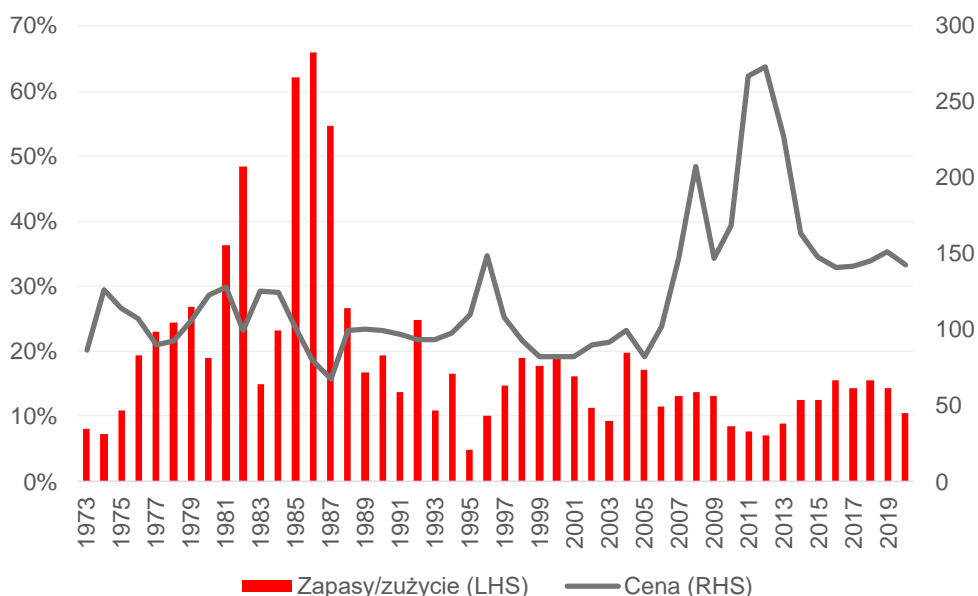
Po stronie popytu, prognoza rodzimej konsumpcji oraz eksportu została obniżona o odpowiednio 150mln buszli i 100 mln buszli. Do spadku popytu na kukurydzę w głównej mierze przyczyniła się niższa o 100 mln buszli konsumpcja etanolu.

Globalny popyt na amerykańską kukurydzę w dalszym ciągu jest silny, co wynika ze słabych warunków pogodowych u największych globalnych konkurentów takich jak

Brazylia i Argentyna. Argentyna wprowadziła dodatkowo ograniczenia eksportu, natomiast Chiny przez długi czas uzupełniały zapasy pod plany odbudowy trzody chlewnej. O ile amerykański eksport kukurydzy w ujęciu ilości zobowiązanych do dostarczenia jest rekordowy, to realny eksport pod koniec 2020 roku wynosił tylko 34% rocznej prognozy.

Powyższe zmiany doprowadziły do znaczącej redukcji szacunków końcowych zapasów na sezon 2020/21, które dziś wynoszą 1,5 mld buszli. Minionej wiosny oficjalne prognozy wskazywały na wartość niemal 2 razy większą. Przy obecnych szacunkach, współczynnik zapasów do zużycia wynosi 10,6% i jest najniższy od ostatniej hossy na rynkach towarowych w 2013 r, kiedy to współczynnik ten wynosił 9,2%. Wraz z bardzo optymistycznym otoczeniem, rosną również ceny zboża na światowych giełdach.

WSPÓŁCZYNNIK ZAPASY/ZUŻYCIE KUKURYDZY (%) W USA VS. CENA KUKURYDZY (USD/T)



Źródło: USDA, WASDE

Duże znaczenie dla zasiewu kukurydzy ma współczynnik cen kukurydza/soja, który pokazuje opłacalność upraw będących do pewnego stopnia substytutami jeśli chodzi o podaż. Współczynnik ten w ostatnich dwóch latach wspierał zasiew kukurydzy, jednak w 2020 widać spory wzrost mnożnika do ponad 2,5x, co mogło odpowiadać przynajmniej za część spadku planowanej powierzchni zasiewów.

WSPÓŁCZYNNIK CEN SOJA/KUKURYDZA



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

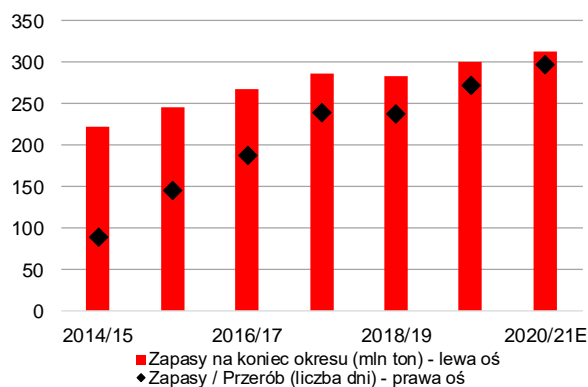
SOJA

W przypadku szacunków podaży soi na rynku amerykańskim, w ostatnich raportach USDA obniżono prognozę jedynie o 14 mln buszli do 4,695 mln buszli, a więc skala zmiany była dużo niższa niż w przypadku kukurydzy. Głównym powodem rewizji prognoz były spadki szacunków średniego plonu z 50,7 buszli na akr do 50,2 buszli na akr.

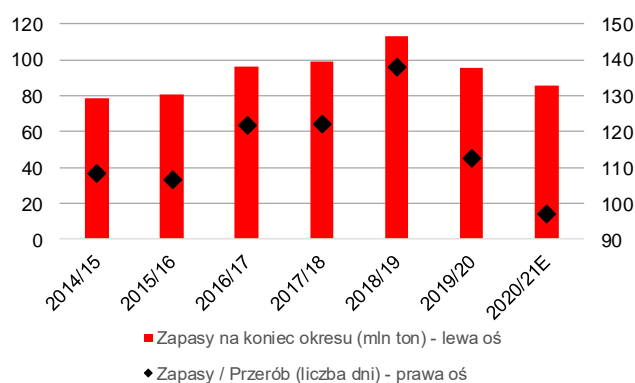
Po stronie popytu, szacunki konsumpcji soi wzrosły o 5 mln bu do 2,2 mld bu ze względu na wzrost przerobu na rynku wewnętrznym. O 30mln bu wzrosła również prognoza eksportu, głównie przez wprowadzenie kwot eksportowych w innych krajach eksportujących takich jak Argentyna.

Wskutek ograniczonej podaży oraz silnego popytu, współczynnik zapasów do konsumpcji soi w USA spadł do 3,1%, co jest drugim najniższym wynikiem w historii, po 2013 r. kiedy wskaźnik ten wynosił 2,6%.

PSZENICA: ŚWIATOWY POZIOM ZAPASÓW

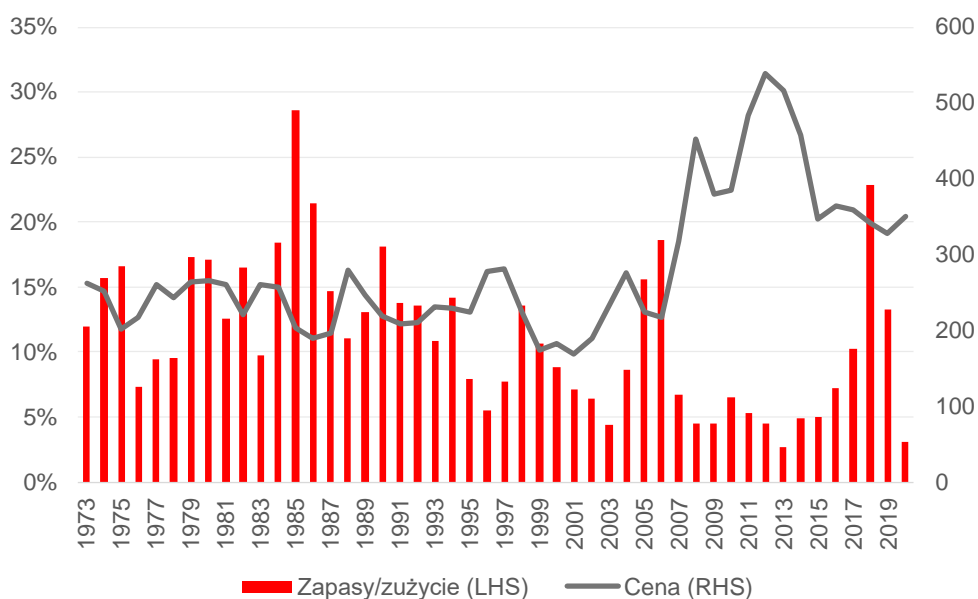


SOJA: ŚWIATOWY POZIOM ZAPASÓW



Źródło: USDA, BM Pekao

WSPÓŁCZYNNIK ZAPASY/ZUŻYCIE DLA SOI (%) W USA VS. CENA SOI (USD/T)



Źródło: USDA, WASDE, BM Pekao

PSZENICA

W przypadku pszenicy, prognozy USDA na sezon 2020/21 wskazują na wzrost światowych zapasów wyrażonych w dniach. Mimo to ceny tego zboża na światowych rynkach podążały za pozostałymi, bardziej atrakcyjnymi zbożami, takimi jak kukurydza czy soja, w przypadku których bilans popytu i podaży mocniej

zaznaczył sygnały do wzrostów.

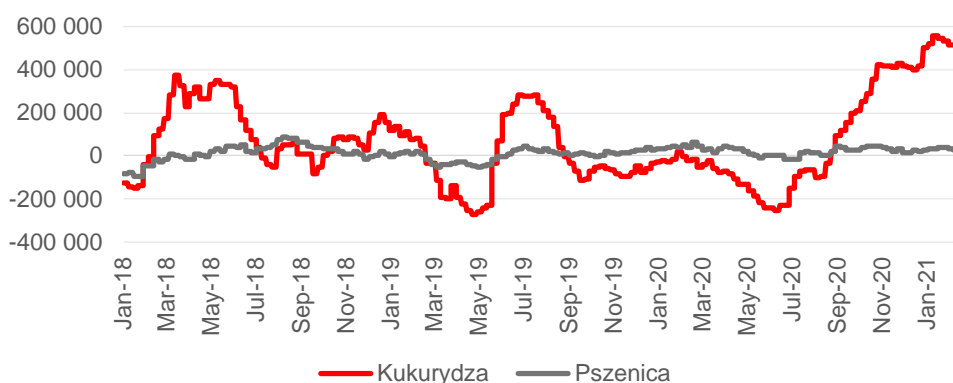
Z relacji Platts'a wynika, że popyt na pszenicę rośnie ze względu na budowanie zapasów dla zapewnienia bezpieczeństwa dostaw żywności na wypadek dalszego wzrostu cen a także negatywnych wydarzeń po stronie podaży (takich jak czynniki pogodowe dla pszenicy ozimej w Rosji). Oprócz tego Chiny zaczęły importować pszenicę jako substytut kukurydzy do pasz dla zwierząt, co jest rzadko spotykaną sytuacją. Z uwagi na fakt, że importowana pszenica jest tańsza niż rodzima kukurydza (w Chinach na większości terenów obsianych pszenicą ozimą opady są niższe o 50-80% od średniej), Platts pisze że ok. 15-30% kukurydzy w paszach zastępowana pszenicą.

Do czynników, które w ostatniej fazie ubiegłorocznych wzrostów fundamentalnie wspierały globalne ceny pszenicy, należy przede wszystkim zaliczyć plany wprowadzenie ceł eksportowych w Rosji. Z uwagi na wysoką inflację podstawowych produktów żywnościowych, Rosja zdecydowała się na wprowadzenie ww. daniny w kwocie EUR 25 za tonę pszenicy w okresie od 15 lutego do 30 czerwca 2021. Według konsultantów SovEcon cytowanych przez Reutersa, ww. cło może doprowadzić do obniżenia eksportu pszenicy w sezonie 2020/21 o 2-3 mln ton do 38-39 mln ton. Rosja jest największym eksporterem pszenicy na świecie, dlatego takie pomysły odbijając się bezpośrednio na globalnych notowaniach.

W styczniu 2021, zanim cło w kwocie 25 EUR weszło w życie, Reuters poinformował o planach podwyższenia wymiaru podatku do 50 EUR za tonę. Zdaniem szefa Rosyjskiej Unii Eksporterów Zboż, Edwarda Zernina, od momentu pojawienia się informacji o wprowadzeniu cła w wysokości 25 EUR rynek w pełni zdyskontował to w cenach, dlatego mechanizm ten w minimalnym stopniu chroniłby lokalny rynek przed niedoborami zboż i wysokimi cenami.

W lutym Rosja potwierdziła wprowadzenie dodatkowego zmiennego cła w zależności od bieżącej ceny zboża. Ma ono obowiązywać od 2 czerwca 2021 r. i będzie obejmowało kukurydzę, pszenicę i jęczmień. Bazowy poziom cen, ponad który naliczony zostanie podatek w wysokości 70%, ma wynieść 200 USD/t, i 185 USD/t dla odpowiednio pszenicy oraz kukurydzy i jęczmienia.

CTFC: LICZBA OTWARTYCH POZYCJI SPEKULACYJNYCHNETTO



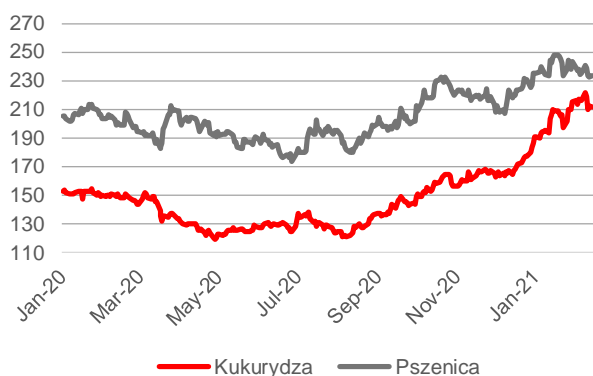
Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Sytuacja na rynku zbóż: podsumowanie

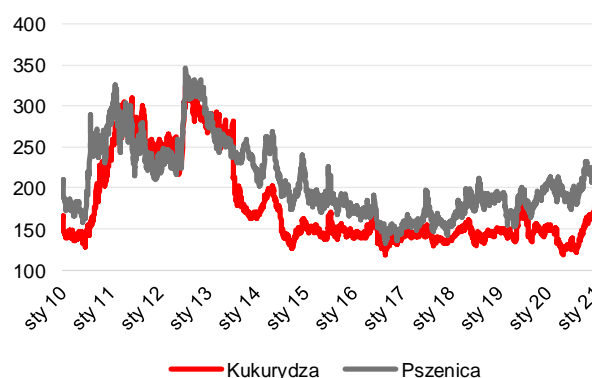
Zdaniem Prezesa ADM (amerykańskie międzynarodowe przedsiębiorstwo przetwarzające i handlujące żywnością) światowy bilans zbóż w najbliższych 18-24 miesiącach będzie w dalszym ciągu wskazywał na niedopasowanie popytu i podaży. Kluczowymi czynnikami w tym obszarze będą mocny popyt i ograniczona podaż. Popyt będą napędzać Chiny kontynuujące odbudowę trzody chlewnej i mające problemy z podażą wewnętrzną. Oprócz tego Chiny zobowiązały się do zakupu 200 mln galonów amerykańskiego etanolu.

Opisywane powyżej wydarzenia kształtujące bilans popytowo-podażowy na rynku zbóż, w szczególności kukurydzy, malują optymistyczny obraz odnośnie cen zwłaszcza w krótkim terminie. Zakładamy, że średni poziom benchmarku dla kukurydzy w Stanach wzrośnie w 2021 r. o niemal 3% rdr do 180 USD/t. Od 2022 r. zakładamy stabilizację cen na poziomie 167 USD/t.

CBOT: CENY KUKURYDZY I PSZENICY W OSTATNICH 12 MIESIĄCACH (USD/TONA)

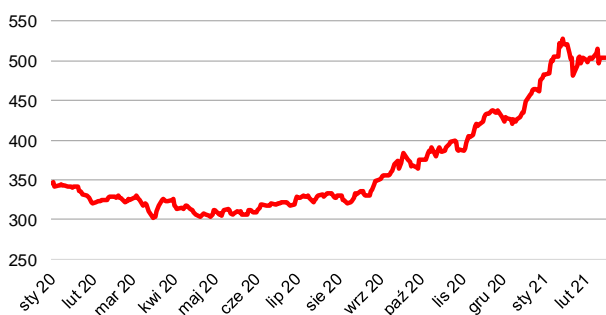


CBOT: CENY KUKURYDZY I PSZENICY W UJĘCIU WIELOLETNIM (USD/TONA)

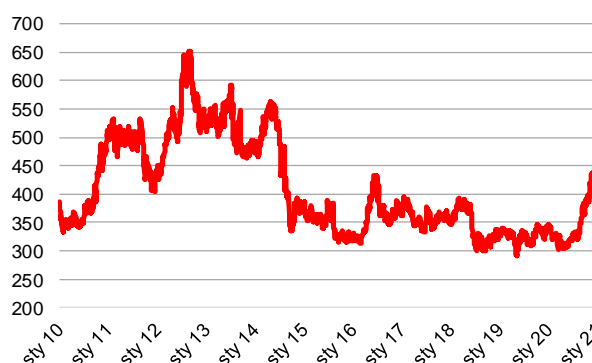


Źródło: Bloomberg, BM Pekao

CBOT: CENY SOI W OSTATNICH 12 MIESIĄCACH (USD/TONA)



CBOT: CENY SOI W UJĘCIU WIELOLETNIM (USD/TONA)



Źródło: Bloomberg, BM Pekao

Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiamy wybrane czynniki ryzyka, które mogą wpływać na nasze prognozy, wycenę oraz zachowanie się kursu akcji IMC.

Ceny zbóż i innych produktów rolnych. Realizowane przez IMC ceny produktów są w dużym stopniu odzwierciedleniem cen obowiązujących na rynkach światowych oraz rynku krajowym. Spółka nie ma wpływu na poziom tych cen. Może jedynie decydować o momencie zawarcia transakcji sprzedaży produktów, aby uzyskać optymalne w swojej opinii ceny. Ceny produktów rolnych nie są łatwe do precyzyjnego przewidzenia i ulegają znaczącym wahaniom m.in. z uwagi na czynniki pogodowe, które są istotną determinantą plonów.

Warunki pogodowe i inne czynniki wpływające na wysokość plonów. Wysokość plonów jest jednym z podstawowych czynników determinujących wielkość zysków IMC w danym okresie. Pomimo faktu, że IMC stosuje zaawansowane technologie agrarne wielkość plonów pozostaje do pewnego stopnia poza kontrolą spółki. W szczególności warunki pogodowe mogą w istotny sposób wpływać na wielkość plonów w danym roku.

Wzrost kosztów produkcji. Do głównych kosztów związanych bezpośrednio z produkcją rolną zaliczają się m.in. nawozy, środki ochrony roślin oraz paliwa. Ich ceny pozostają poza kontrolą spółki. Znaczne ograniczanie aplikacji nawozów lub środków ochrony roślin mogłoby natomiast niekorzystnie wpływać na osiągnięte plony.

Rynek ziemi rolnej na Ukrainie. IMC, podobnie jak inne spółki operujące w tej branży na Ukrainie, opiera swoją działalność na długoterminowych umowach dzierżawy ziemi. Od wielu lat oczekiwane jest zniesienie moratorium na handel ziemią rolną na Ukrainie. W przypadku wystąpienia takiego zdarzenia IMC przysługiwałoby prawo pierwokupu ziemi, na której prowadzi działalność rolną. Mogłoby to jednak wymagać wysokich wydatków negatywnie wpływających na wielkość zadłużenia spółki oraz sentyment inwestorów.

Sytuacja polityczna i gospodarcza na Ukrainie. Sytuacja polityczna i gospodarcza na Ukrainie może wpływać zarówno na warunki funkcjonowania spółki i jej zdolność do generowania założonych przez nas wyników finansowych, jak też może oddziaływać na sentyment rynkowy powodując przecenę akcji w przypadku wystąpienia niekorzystnych zdarzeń.

Zmiany prawne i ograniczenia regulacyjne. Wśród ryzyk związanych z potencjalnymi zmianami prawnymi na Ukrainie wskazalibyśmy przede wszystkim te dotyczące opodatkowania podmiotów prowadzących działalność rolną. Obecnie czerpią one korzyści z preferencyjnych warunków opodatkowania, ale w przeszłości pojawiały się informacje o możliwym objęciu producentów rolnych podatkiem dochodowym od osób prawnych (CIT). W naszych prognozach przyjmujemy efektywną stopę podatkową na poziomie 10% w długim terminie wobec standardowej stawki CIT na Ukrainie na poziomie 18%. Zwracamy też uwagę na potencjalne ryzyka regulacyjne takie jak np. ograniczenia w eksporcie zbóż z Ukrainy.

Prognozy finansowe - tabela

IMC: PROGNOZY FINANSOWE - PODSUMOWANIE

Rachunek zysków i strat						
mIn USD	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	131,6	169,6	163,4	177,9	168,6	170,0
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biologicznych i produktów rolnych (netto)	73,3	52,8	68,8	88,2	78,8	79,9
Koszt sprzedaży	-138,9	-170,9	-151,5	-172,6	-188,8	-180,8
Zysk brutto na sprzedaży	66,1	51,4	80,7	93,5	58,6	69,1
Koszty administracyjne	-11,9	-13,2	-13,0	-13,6	-14,3	-15,0
Koszty sprzedaży	-11,8	-21,2	-18,5	-17,7	-17,9	-18,1
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-6,4	-1,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
EBIT	36,0	15,2	47,3	60,3	24,5	34,2
Amortyzacja	12,6	23,8	21,6	21,6	22,1	22,7
EBITDA	48,6	39,0	68,9	81,9	46,6	56,9
Koszty finansowe netto	-5,0	-3,5	-3,2	-2,5	-1,2	-0,6
Zysk przed opodatkowaniem	28,3	8,1	27,6	50,1	15,6	25,9
Podatek dochodowy	-0,7	-0,7	-1,4	-5,0	-1,6	-2,6
Zysk udziałowców niekontrolujących	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	27,7	7,3	26,2	45,1	14,1	23,3
Bilans						
mIn USD	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aktywa obrotowe	121,0	116,6	144,3	174,4	165,9	166,8
Gotówka i ekwiwalenty	3,9	5,2	19,3	41,2	37,8	37,0
Należności handlowe	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6
Aktywa biologiczne	8,0	13,2	13,9	14,6	15,3	16,1
Zapasy	101,6	91,9	104,5	112,0	106,2	107,1
Pozostałe	7,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Aktywa trwałe	77,2	181,8	173,8	169,1	165,0	160,3
Rzeczowe aktywa trwałe	72,6	76,0	67,9	63,2	59,1	54,4
Prawo do użytkowania	0,0	101,2	101,2	101,2	101,2	101,2
Aktywa niematerialne	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Aktywa biologiczne	1,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Pozostałe	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa (razem)	198,2	298,4	318,1	343,6	331,0	327,0
Zobowiązania krótkoterminowe	58,7	71,6	72,0	72,5	62,9	52,7
Kredyty bankowe i pożyczki	43,0	44,0	44,0	44,0	34,0	24,0
Zobowiązania leasingowe	0,0	15,9	15,9	15,9	15,9	15,9
Zobowiązania handlowe	3,0	2,9	3,3	3,8	4,1	4,0
Pozostałe	12,7	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Zobowiązania długoterminowe	18,8	93,6	93,6	90,6	90,6	90,6
Kredyty bankowe i pożyczki	15,8	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania leasingowe	0,0	87,4	87,4	87,4	87,4	87,4
Pozostałe	3,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Kapitał własny	120,2	132,9	152,1	180,1	177,1	183,4
Kapitał udziałowców niekontrolujących	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	198,2	298,4	318,1	343,6	331,0	327,0
<i>Dług netto</i>	<i>54,8</i>	<i>145,1</i>	<i>131,1</i>	<i>106,2</i>	<i>99,6</i>	<i>90,3</i>
Rachunek przepływów pieniężnych						
mIn USD	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	28,2	54,1	42,3	66,6	49,3	51,9
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-4,5	-4,6	-5,5	-9,0	-10,0	-10,0
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-22,1	-46,2	-22,7	-35,7	-42,7	-42,7
Przepływy pieniężne netto (razem)	-2,2	1,3	14,1	21,9	-3,4	-0,8

Źródło: IMC, BM Pekao

ANALITYCY

Dyrektor, Biuro Analiz Inwestycyjnych

Maciej Borkowski, CFA

maciej.borkowski@pekao.com.pl

Banki, Finanse

Jerzy Kosiński

jerzy.kosinski@pekao.com.pl

Chemia, Paliwa

Krzysztof Kozieł

krzysztof.koziel@pekao.com.pl

TMT, Gaming

Łukasz Kosiński

lukasz.kosiarski@pekao.com.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski

maksymilian.piotrowski@pekao.com.pl

Strategia rynkowa

Piotr Kaźmierkiewicz

piotr.kazmierkiewicz@pekao.com.pl

Analiza Techniczna

Bartosz Kulesza

bartosz.kulesza@pekao.com.pl

KONTAKT, ADRES PUBLIKACJI

Biuro Maklerskie Pekao

ul. Wołoska 18, 02-675 Warszawa

bm@pekao.com.pl

infocdm@pekao.com.pl

Infolinia BM:

- 800 105 800 (bezpłatnie),
- +48 22 591 22 00 (koszt wg cennika operatora)

Infolinia TeleCDM:

- 801 140 490,
- +48 22 591 24 90 (koszt wg cennika operatora)

Internet

www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy raport analityczny („Raport”) został przygotowany przez Biuro Maklerskie Pekao („BM”) w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („Program”). Informacje dotyczące Programu dostępne są pod adresem <https://www.gpw.pl/gpwa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Z tytułu sporządzenia Raportu BM będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy BM a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

BM zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w Raporcie w dowolnym czasie i bez dodatkowego uprzedzenia. Ponadto zastrzegamy sobie prawo do nieaktualizowania tych informacji lub całkowitego zaprzestania ich udostępniania bez uprzedzenia.

Biuro Maklerskie Pekao (BM) jest wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Banku Pekao S.A. z siedzibą w Warszawie. Organem sprawującym nadzór nad działalnością BM jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Informacje dotyczące rekomendacji

Wykaz wszystkich rekomendacji inwestycyjnych, informacja o odsetku wszystkich rekomendacji inwestycyjnych stanowiących rekomendacje „kup”, „trzymaj”, „sprzedaj” lub równoważne w okresie ostatnich 12 miesięcy, oraz jaką część emitentów można przypisać do każdej z powyższych kategorii, oraz wykaz zmian elementów rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub emitentów instrumentu finansowego będących przedmiotem niniejszej rekomendacji, rozpowszechnionych w okresie ostatnich 12 miesięcy wydanych przez BM, znajduje się pod adresem:

www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie/ratings

Niniejszy dokument nie może być rozpowszechniany w Australii, Kanadzie, Japonii lub Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii ani na obszarze żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie właściwych przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 17 lutego 2021.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 18.02.2021, godz. 16:40. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 18.02.2021, godz. 16:45.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.

Niniejsza analiza inwestycyjna jest publiczna, nie jest ogólną poradą inwestycyjną, ani rekomendacją inwestycyjną świadczoną w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego. BM, w związku z wydaniem analizy inwestycyjnej, nie ustala profilu inwestycyjnego Klienta, w tym nie weryfikuje jego wiedzy i doświadczenia, jego sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych ani nie dokonuje oceny odpowiedniości usługi, ma charakter rekomendacji o charakterze ogólnym.

Niniejsza rekomendacja jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia UE 2017/565, została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Niniejsza analiza inwestycyjna została sporządzona z zachowaniem należytej staranności, w tym poprawności metodologicznej i obiektywizmie, wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na chwilę sporządzenia. BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie analizy inwestycyjnej. Analiza inwestycyjna nie daje jakiegokolwiek gwarancji, że dana strategia, czy projekcja cenowa jest właściwa dla konkretnego Klienta, a korzystając z nich nie należy rezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych niż przedstawione czynników ryzyka. Korzystanie z usług BM wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, szczegółowo opisanym na stronie internetowej www.pekao.com.pl/biuro-maklerskie

Definicje oznaczeń (sygnałów) zawartych w rekomendacji:

Kupuj – raport z zaleceniem „Kupuj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy uzasadnia jego kupno. Zalecenie jest ważne w terminie wskazanym w treści rekomendacji, jednak nie dłuższym niż 12 miesięcy.

Sprzedaj – raport z zaleceniem „Sprzedaj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy uzasadnia jego sprzedaż lub sprzedaż na krótko. Warunki krótkiej sprzedaży są szczegółowo opisane w Pakiecie Informacyjnym. Zalecenie jest ważne w terminie wskazanym w treści rekomendacji, jednak nie dłuższym niż 12 miesięcy.

Trzymaj – raport z zaleceniem „Trzymaj” wydawany jest wtedy, gdy oczekiwana wartość instrumentu będącego przedmiotem analizy jest wyższa od aktualnej, lecz potencjalna stopa zwrotu z inwestycji w taki instrument jest niższa niż koszt kapitału.

Wyjaśnienie metodologii stosowanej do formułowania sygnałów inwestycyjnych

Niniejsza rekomendacja oparta jest na metodologii analizy fundamentalnej. Wyceny przedsiębiorstw oparte są na dwóch metodach wyceny, wybranych spośród następujących: model dyskontowy, model oparty na analizie porównawczej lub metoda wyceny wartości aktywów. **Modele dyskontowe** charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnianiem kluczowych determinant wartości wewnętrznej, np. operacyjne przepływy pieniężne, nakłady inwestycyjne, koszt kapitału (WACC). Są teoretycznie atrakcyjne i zapewniają bezpośrednie obliczenie wartości przedsiębiorstwa. Jednak wyceny modeli dyskontowych są bardzo wrażliwe na zmiany założeń, szczególnie stopy wolnej od ryzyka i końcowej stopy wzrostu. Ponadto prognozy nie są pewne - nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować, że prognozy dochodów lub zysków będą nieaktualne. **Analiza porównawcza** oparta jest na analizie mnożników wyceny danego przedsiębiorstwa względem innych podobnych przedsiębiorstw z branży. Wśród mocnych stron modeli mnożników możemy wyróżnić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wybierane są tylko kluczowe statystyki dla inwestorów. Z drugiej strony mnożniki oparte są na danych historycznych lub prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte o mnożniki nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanej wydajności w dłuższej perspektywie. Ponadto może być problematyczne wybranie odpowiedniej grupy porównawczej. **Metody oparte o wyceny wartości aktywów** mogą być stosowane, nawet jeśli firma ma krótki rejestr zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Określenie wartości rynkowej niektórych aktywów, zwłaszcza wartości niematerialnych, może być jednak trudne. Ponadto modele oparte na aktywach nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych ani nie zawierają pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyjaśnienie terminologii fachowej stosowanej w opracowaniu

C/Z lub P/E – wskaźnik „Cena/Zysk” lub „Price/Earning” oznacza stosunek ceny instrumentu finansowego do wyniku netto za okres ostatnich 12 miesięcy emitenta instrumentu finansowego.

EBIT – „Earnings Before Interest and Taxes” to wynik operacyjny emitenta instrumentu finansowego.

EBITDA - „Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji.

EV/EBITDA – “Enterprise Value / Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization” to kapitalizacja giełdowa spółki (Cena x liczba akcji) powiększona o wartość długu finansowego netto oraz wartość udziałów akcjonariuszy mniejszościowych podzielona przez wynik operacyjny powiększony o wartość amortyzacji spółki.

NWZ – Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

WZA – Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy

FOB – Free on Board, termin wykorzystywany na giełdach towarowych, sprzedający płaci za dostawę towaru do portu i koszt załadunku

USDA – Departament Rolnictwa Stanów Zjednoczonych

WASDE - The World Agricultural Supply and Demand Estimates, opracowanie USDA na temat szacunków popytu i podaży dla surowców rolniczych

Ujawnienia w obrębie potencjalnych konfliktów interesów

Niniejsza informacja o ujawnieniach potencjalnych konfliktów interesów jest aktualizowana każdorazowo, gdy osoby uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji powzięły informację, które wpływają na jej treść, jednak nie rzadziej niż raz na miesiąc.

Każdorazowo, gdy w niniejszych zastrzeżeniach prawnych mowa o emitencie, rozumie się przez to emitentów lub wystawców wszystkich instrumentów finansowych wskazanych w dokumencie rekomendacji, wszystkich emitentów instrumentów finansowych będących komponentami indeksów giełdowych lub wystawców wszystkich instrumentów pochodnych wskazanych w treści rekomendacji.

BM wdrożył polityki i procedury mające na celu ochronę przepływu informacji oraz neutralizację lub zmniejszenie ryzyka zaistnienia konfliktu interesów. Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji są oddzielone barierami fizycznymi i niefizycznymi od osób mogących uczestniczyć w świadczeniu usług maklerskich innych niż sporządzanie analiz inwestycyjnych lub doradztwo inwestycyjne. Wszelkie faktyczne i potencjalne konflikty interesów, znane osobom sporządzającym rekomendację, są ujawniane w treści rekomendacji.

Według wiedzy osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji BM nie posiada pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5% kapitału podstawowego ogółem emitenta lub wystawcy instrumentów finansowych, których dotyczy rekomendacja.

Emitent instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji nie posiada udziału w kapitale podstawowym ogółem BM przekraczającego próg 5%.

Według wiedzy osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie pełnią roli animatora rynku lub dostawcy płynności dla akcji IMC S.A.

Według wiedzy osób biorących udział w rekomendacji Bank Pekao S.A. ani podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie pełniły w okresie ostatnich 12 miesięcy funkcji gwaranta lub współgwaranta jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych IMC S.A.

Bank Pekao S.A. ani podmioty z grupy Banku Pekao S.A. nie podpisały z IMC S.A. umowy, której przedmiotem jest sporządzanie rekomendacji inwestycyjnych.

Emitent lub wystawca instrumentów finansowych, będących przedmiotem rekomendacji, może być lub był w okresie ostatnich 12 miesięcy stroną umowy z podmiotami z Grupy Banku Pekao S.A., na podstawie których świadczone są usługi firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE skutkujące powstaniem w tym samym okresie obowiązku zapłaty lub otrzymania odszkodowania. Ze względu na istnienie wewnętrznych barier informacyjnych wdrożonych w BM osoby uczestniczące w sporządzaniu rekomendacji nie mają wiedzy na temat takich umów.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzaniu rekomendacji nie jest powiązane z transakcjami dotyczącymi usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które one prowadzą lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią Grupy Banku Pekao S.A. lub z opłatami za transakcje, które otrzymuje ona lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią Grupy Banku Pekao S.A.

Informacja o posiadaniu przez osoby uczestniczące w procesie sporządzania rekomendacji pozycji długiej lub krótkiej na instrumencie będącym przedmiotem Rekomendacji inwestycyjnej lub na instrumencie pochodnym, którego instrumentem bazowym jest rekomendowany, lub informację, że osoba sporządzająca rekomendację inwestycyjną nie jest w posiadaniu takiej pozycji:

Imię i nazwisko	Instrument	Liczba	Pozycja	Cena transakcji	Data transakcji
Krzysztof Kozieł	IMC	0	Nie dotyczy	-	-

Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji lub osoby im bliskie nie pełnią funkcji w organach emitenta lub wystawcy instrumentów finansowych i nie zajmują stanowisk kierowniczych wysokiego szczebla w tym podmiocie.

Osoby biorące udział w sporządzaniu rekomendacji mogą pośrednio posiadać instrumenty finansowe będące przedmiotem rekomendacji poprzez inwestycje w instrumenty emitowane lub wystawiane przez instytucje zbiorowego inwestowania.

Osobom sporządzającym rekomendacje nie są znane żadne inne okoliczności, które w uzasadniony sposób mogłyby wpływać na obiektywność rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiejkolwiek osoby fizycznej lub prawnej, z którą współpracują przy sporządzaniu rekomendacji.