

IMC S.A.

Zbierając dywidendy

Rozpoczynamy wydawanie raportów analitycznych dotyczących spółki IMC. Ukraińska spółka jest wysokoefektywnym producentem rolnym osiągającym ponadprzeciętne plony dzięki m.in. zastosowaniu nowoczesnych rozwiązań technologicznych. W średnim terminie widzimy szanse na wsparcie wyników IMC ze strony pozytywnych trendów cenowych na rynku kukurydzy, pod uprawę której IMC przeznaczą ponad 50% areалу pod zarządzaniem. Zakładamy też kontynuację wypłaty sówitej dywidendy i oczekujemy stopy dywidendy na poziomie 10.2% w bieżącym roku. Nasz model wyceny wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki na poziomie 19.0zł.

- IMC koncentruje się na zwiększaniu efektywności produkcji.** Plony zbóż i roślin oleistych osiąganych przez spółkę plasują ją znacznie powyżej ukraińskich średnich. Do powodów wysokiej efektywności zaliczamy m.in. zastosowanie nowoczesnych rozwiązań technologicznych i zarządczych, co szerzej opisujemy w dalszej części raportu.
- Umowy na dzierżawę ziemi podpisano na długi termin.** IMC zarządza obecnie arealem o powierzchni niemal 124,000 ha. Na koniec roku 2018 92% umów dzierżawy była podpisana na ponad 5 lat, a 76% na ponad 10 lat. Możliwe uwolnienie rynku ziemi na Ukrainie w najbliższych latach może istotnie wpłynąć na strategię spółki i jej wycenę.
- Pozytywne trendy na rynku kukurydzy powinny wspierać wyniki.** Zakładamy, że IMC przeznaczy pod kukurydzę w 2019 roku około 56% całości banku ziemi pod zarządzaniem. Trudna sytuacja pogodowa w USA w okresie zasiewów powinna pozytywnie wpłynąć na bilans popytowo-podażowy na rynku kukurydzy w bieżącym roku.
- Spodziewamy się, że stopa dywidendy sięgnie 10.2% w 2019.** W ubiegłym roku IMC przeznaczyło na dywidendę 11.3mln EUR. Zakładamy wzrost tej kwoty do 12.5mln EUR w bieżącym roku. Wysoka stopa dywidendy wyróżnia IMC pozytywnie na tle innych ukraińskich producentów rolnospożywczych notowanych na GPW. Ponadto spółka notowana jest z 18-procentowym dyskontem do ukraińskich spółek porównywalnych na wskaźniku 2019E EV/EBITDA.

mln USD	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	126.8	131.6	170.2	160.5	167.9
EBITDA	37.8	48.6	56.7	51.7	51.0
Zysk netto	17.5	27.7	23.8	20.7	21.2
Dywidenda na akcję (USD)	0.06	0.40	0.42	0.45	0.48
Dług netto*	58.4	54.8	129.2	119.8	117.1
C/Z (x)	5.1	4.2	5.7	6.6	6.5
EV/EBITDA (x)	3.9	3.5	4.7	5.0	5.0
Stopa dywidendy (%)	2.2	11.3	10.2	11.0	11.7

*Od 2019 uwzględnia zobowiązania leasingowe Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.
 NB: Historyczne wskaźniki wyceny bazują na cenach z odpowiednich lat.

Cena zamknięcia (10 lipca 2019)	15.50zł
12-miesięczna cena docelowa	19.00zł
Cena zamknięcia (maks./min.) (12m)	16.90/11.20zł

PROFIL SPÓŁKI

IMC jest ukraińskim producentem rolnym zarządzającym bankiem ziemi o powierzchni około 124,000ha. Strategia spółki zakłada m.in. zwiększanie efektywności i wypłatę dywidendy.

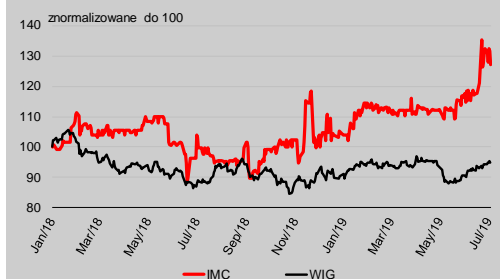
WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

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)	9.2
Akcje w wolnym obrocie (%)	26.9
Wycena rynkowa (mln zł)	514
Liczba akcji (mln)	33.2
Główni akcjonariusze	Agrovalley Limited 73.1%

WYDARZENIA KORPORACYJNE

Raport półroczny	26 września 2019
------------------	------------------



ZMIANA KURSU (%)

	1M	3M	6M
Absolutna	6.7	12.4	21.9
Relatywna do WIG	4.3	14.1	17.4
Relatywna do WIG Ukraina	4.9	12.8	16.3

Marcin Gątarz, CFA
(Pekao Investment Banking S.A.)
 +48 22 586-29 64
 marcin.gatarz@pekaioib.pl



Tezy inwestycyjne i czynniki ryzyka

Niemal 124,000ha ziemi pod zarządzaniem

IMC jest spółką operującą w sektorze rolnym na Ukrainie, która zarządza bankiem ziemi o powierzchni około 123,900ha. Co istotne areał na którym spółka prowadzi działalność dzierżawiony jest na bazie umów, z których aż 92% (stan na koniec 2018) jest obowiązująca przez okres powyżej 5 lat, a 76% przez okres powyżej 10 lat. Spółka specjalizuje się w uprawie kukurydzy, słonecznika, pszenicy i soi. Ponadto posiada sieć elewatorów i magazynów oraz prowadzi hodowlę bydła mlecznego, co stanowi jednak działalność o marginalnym udziale w przychodach.

Wysoka efektywność produkcji

IMC osiąga wysokie plony, znacznie przewyższające ukraińskie średnie. Przykładowo w 2018 roku, IMC osiągnęło plony kukurydzy na poziomie 11.1 ton/ha, 42% powyżej ukraińskiej średniej, a także nieco powyżej wyników osiągniętych przez notowane na GPW Kernela i Astartę. Na wydajność IMC składa się wiele czynników, ale warto zwrócić uwagę na szereg inicjatyw dotyczących wykorzystania nowoczesnych technologii w zarządzaniu produkcją rolną m.in. monitoring GPS maszyn rolniczych, aplikacje wspierające zdalną pracę agronomów czy portal zawierający wszelkie informacje o banku ziemi zarządzanym przez spółkę. Dodatkowo w celu usprawnienia zarządzania IMC podzieliło bank ziemi na pięć klastrów, co upraszcza procesy logistyczne i zarządcze.

Pozytywne trendy na rynku kukurydzy

Ceny produktów rolnych mają kluczowe znaczenie dla kształtowania się wyników IMC. Spółka może zarządzać cenami w ograniczonym stopniu decydując się na odpowiedni moment zawarcia transakcji sprzedaży, co ułatwia własna sieć magazynów. Obecne tendencje na rynku produktów rolnych należy uznać za pozytywne dla IMC, w szczególności z uwagi na wzrost cen kukurydzy odzwierciedlający prognozowane zacieśnienie bilansu popytowo-podażowego w wyniku niekorzystnych warunków pogodowych w USA w okresie zasiewów. Obecne oceny jakości upraw kukurydzy w USA potwierdzają słabsze perspektywy dla zbiorów w tym roku.

Prognozowany zysk netto niższy r/r w 2019, ale rosnąca dywidenda

Nasze prognozy wskazują na potencjał IMC do wygenerowania w bieżącym roku EBITDA na poziomie 56.7mln USD (pod MSSF 16) i zysku netto sięgającego 23.8mln USD (spadek o 14% r/r). Niższy prognozowany zysk netto odzwierciedla w szczególności nasze oczekiwania co do presji kosztowej oraz założenia niższych r/r plonów kukurydzy z uwagi na występowanie bardzo dobrych warunków pogodowych w roku ubiegłym (traktujemy je jako lepsze od średnich). Co istotne spodziewamy się wzrostu wypłaconej dywidendy do 12.5 mln EUR w 2019 wobec 11.3 mln EUR wypłaconego w 2018. Oznacza to prognozowaną stopę dywidendy na poziomie 10.2%.

12-miesięczna cena docelowa oszacowana na 19.0zł na akcję

Nasz model wyceny DCF wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 19.0 zł wobec ceny rynkowej na poziomie 15.50 zł na akcję. Szczegóły dotyczące prognoz i założeń przedstawiamy w dalszej części raportu.



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 wpływ 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 dużym 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. Handel ziemią rolną na Ukrainie nie jest możliwy. 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. Zwracamy jednak uwagę, że kształt ewentualnego uwolnienia handlu ziemią rolną nie jest znany stąd szacowanie potencjalnego wpływu na spółki rolne jest wysoce utrudnione.

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. W chwili obecnej 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.



Wycena

Podsumowanie wyceny

Nasze obliczenia wskazują na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji spółki IMC na poziomie 19.0 zł. Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą wybranych metod wyceny, przyjętych założeń i wrażliwości wyceny na zmiany w wybranych założeniach.

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 ryzyka, zbliżonych perspektywach wzrostu i zdolności generacji gotówki.

W modelu DCF wykorzystujemy szczegółowe prognozy dla lat 2019-2023 oraz uwzględniamy wartość rezydualną.

Do wyliczenia stopy dyskontowej stosujemy stopę wolną od ryzyka (RFR) na poziomie 8.0%, premię za ryzyko kapitału własnego (ERP) na poziomie 8.0% oraz niezalewarowany współczynnik beta na poziomie 0.8x. Ostatecznie otrzymujemy średni ważony koszt kapitału (WACC) na poziomie 13.7%.

Stopę wzrostu w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 2.0%.

Szczegółowy opis założeń i prognoz finansowych przedstawiamy w dalszej części raportu.



IMC: MODEL DCF

mIn USD	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	131.6	170.2	160.5	167.9	173.1	173.3
EBIT	36.0	37.4	33.1	32.6	35.2	34.2
Podatek	-0.7	-1.3	-1.1	-2.4	-2.7	-2.6
NOPAT	35.3	36.1	32.0	30.3	32.6	31.6
Amortyzacja	12.6	19.3	18.6	18.4	18.5	18.8
Zmiany w kapitale obrotowym i wartości aktywów biologicznych	-31.1	-3.8	-1.2	-3.5	-3.9	-0.8
Nakłady inwestycyjne	-5.3	-5.7	-5.7	-9.2	-10.2	-10.8
Inwestycje netto	-23.8	9.8	11.7	5.6	4.3	7.2
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	11.5	45.9	43.7	35.9	36.9	38.8
WACC		13.7%				
Zdyskontowane przepływy pieniężne 2019E-2023E		141.2			RFR	8.0%
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym		2.0%			Beta niezalewarowana (x)	0.8
Wartość rezydualna		233.1			Beta zalewarowana (x)	1.5
Zdyskontowana wartość rezydualna		122.8			Premia kapitału własnego	8.0%
Wartość przedsiębiorstwa (EV)		264.0			Koszt kapitału własnego	20.3%
Dług netto (31 grudnia 2018)		54.8			Premia kapitału obcego	0.0%
Zobowiązania z tytułu leasingu (31 marca 2019)		85.9			WACC	13.7%
Wartość kapitału własnego (1 stycznia 2019)		123.2				
Miesiąc		7				
Wartość godziwa		137.8				
Kurs USDPLN		3.80				
Wartość godziwa (mIn zł)		523.8				
Liczba akcji		33.2				
Wartość godziwa na akcję (zł)		15.8				
12-miesięczna cena docelowa na akcję (zł)		19.0				

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

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%
	5.00%	40.9	36.1	32.1	28.8	25.9	23.4	21.2
	6.00%	34.6	30.9	27.7	25.0	22.6	20.5	18.5
	7.00%	29.6	26.6	24.0	21.7	19.7	17.9	16.2
RFR	8.00%	25.6	23.1	21.0	19.0	17.2	15.6	14.2
	9.00%	22.3	20.2	18.3	16.6	15.1	13.6	12.3
	10.00%	19.4	17.6	16.0	14.5	13.1	11.8	10.6
	11.00%	17.0	15.4	14.0	12.6	11.4	10.2	9.1

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.

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

		Benchmarkowa cena kukurydzy (USD/ton)						
		145.0	150.0	155.0	160.0	165.0	170.0	175.0
	9.5	-3.3	0.6	4.5	8.5	12.5	16.6	20.8
	10.0	-0.3	3.7	7.8	12.0	16.2	20.4	24.7
	10.5	2.7	6.9	11.2	15.5	19.8	24.2	28.6
IMC: Plony kukurydzy (ton/ha)	11.0	5.8	10.2	14.6	19.0	23.5	28.0	32.5
	11.5	8.9	13.4	18.0	22.6	27.2	31.8	36.5
	12.0	12.1	16.7	21.4	26.1	30.9	35.7	40.5
	12.5	15.3	20.0	24.9	29.7	34.6	39.6	44.5

Źródło: Pekao Investment Banking S.A.



Wycena porównawcza

Poniżej przedstawiamy wyniki wyceny porównawczej. Jak wspomnieliśmy we wcześniejszych akapitach uważamy ją za nieoptymalną w celu wyznaczenia wartości godziwej IMC. Stąd poniższy model wyceny publikujemy jedynie w celach prezentacyjnych.

Na potrzeby wyceny zbudowaliśmy dwie grupy spółek porównywalnych: 1. Ukraińskie spółki działające w branży rolno-spożywczej i 2. Międzynarodowe spółki działające w branży rolno-spożywczej. W celu ustalenia ceny docelowej posługujemy się mnożnikiem EV/EBITDA na rok 2019 (średnia dla grupy porównawczej) i naszymi prognozami dla IMC na tenże rok.

Wynik wyceny opartej o mnożnik dla spółek ukraińskich wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 26.96zł. Wycena oparta na porównywaniu ze spółkami międzynarodowymi wskazuje na 12-miesięczną cenę docelową dla akcji IMC na poziomie 46.46zł.

IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA – SPÓŁKI MIĘDZYNARODOWE*

Spółka	Ticker	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
Costa Group	CGC AU	952	22.9	19.5	11.8	10.2
Adecoagro	AGRO US	820	17.1	13.8	5.2	4.5
Sipef	SIP BB	495	31.3	15.0	9.8	7.3
SLC Agricola	SLCE3 BZ	919	10.0	10.8	6.6	6.7
Mediana			20.0	14.4	8.2	7.0
IMC		135	5.7	6.6	4.7	5.0
Premia/Dyskonto (%)			-71.3	-54.0	-43.0	-29.4

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

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.

IMC: WYCENA PORÓWNAWCZA - SPÓŁKI UKRAIŃSKIE*

Spółka	Ticker	Kapitalizacja rynkowa (mln USD)	C/Z (x)		EV/EBITDA (x)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
Astarta Holding	AST PW	147	n.d.	13.2	6.0	4.4
Kernel Holding**	KER PW	1,142	5.5	7.4	5.7	5.6
MHP	MHPC LI	1,130	8.5	5.5	5.4	5.2
Mediana			7.0	7.4	5.7	5.2
IMC		135	5.7	6.6	4.7	5.0
Premia/Dyskonto (%)			-18.3	-10.4	-18.1	-4.7

* Prognozy Pekao Investment Banking dla Astarta, Kernel i IMC, MHP konsensus Bloomberg

Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Model biznesowy i strategia

IMC - profil spółki

IMC to spółka prowadząca działalność rolną na Ukrainie. Podstawowym obszarem działalności spółki jest uprawa zbóż i roślin oleistych. Ponadto, spółka prowadzi działalność w zakresie produkcji mleka oraz posiada sieć silosów. IMC zostało założone w roku 2007, a w roku 2011 zadebiutowało na GPW. Głównym akcjonariuszem posiadającym 73.12% udziału w kapitale spółki jest Agrovalley Limited kontrolowane przez Oleksandra Petrova, założyciela spółki i przewodniczącego rady dyrektorów. Strategia IMC do roku 2020 oparta jest na zwiększaniu efektywności operacyjnej, zmniejszaniu zadłużenia i wypłacie dywidendy.

Bank ziemi obejmuje niemal 124,000ha

Bank ziemi, na którym IMC prowadzi uprawy obejmuje 123,900ha. W ostatnich kilku latach uległ niewielkiemu zmniejszeniu z uwagi na proces zwiększania efektywności operacyjnej. Obszary, które logistycznie były mniej dopasowane do istniejących klastrów nie były optymalne z punktu widzenia spółki. Wielkość obszaru, na którym IMC prowadzi uprawy pozwala w naszej opinii na osiągnięcie korzyści skali, przy jednoczesnym zapewnieniu wysokiego stopnia kontroli nad prowadzoną działalnością operacyjną.

Areał na którym spółka prowadzi działalność dzierżawiony jest na bazie umów, z których aż 92% (stan na koniec 2018) jest obowiązuje przez okres powyżej 5 lat, a 76% przez okres powyżej 10 lat.

Bank ziemi IMC zorganizowany jest w pięć klastrów, w których poszczególne pola uprawne zlokalizowane są wobec siebie w bliskiej odległości. Klustry zlokalizowane są w rejonie Połtawy, Czernichowa i Sumy, które charakteryzują się występowaniem ziemi dobrej jakości.



IMC: POŁOŻENIE KLASTRÓW OPERACYJNYCH



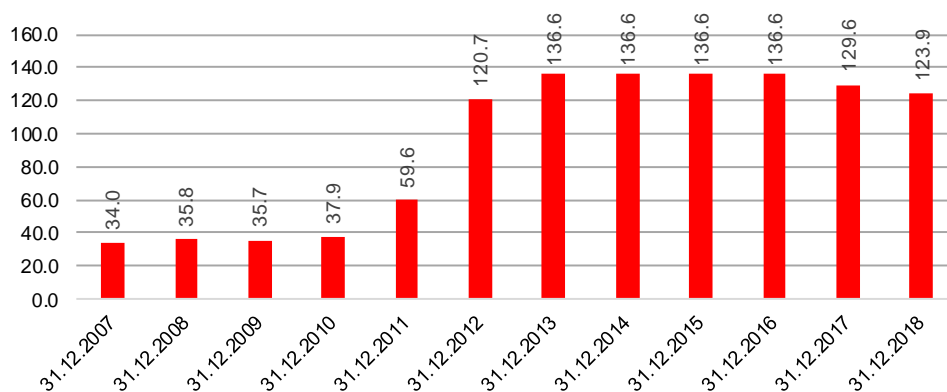
Źródło: Microsoft, IMC, Pekao Investment Banking S.A.

IMC: KLASTRY – DANE SZCZEGÓŁOWE

Klaster	Areal pod zarządzaniem ('000 ha)	Możliwości magazynowe (zboża i rośliny oleiste, '000 ton)	Pogłowie bydła (1 czerwca 2019)
Czernihów	27.4	102	1,025
Nosiwka	30.1	115	-
Pryłuki	19.9	160	274
Połtawa	22.6	87	-
Sumy	23.9	90	-
Razem	123.9	554	1,299

Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.

IMC: BANK ZIEMI POD ZARZĄDZANIEM ('000 HA)



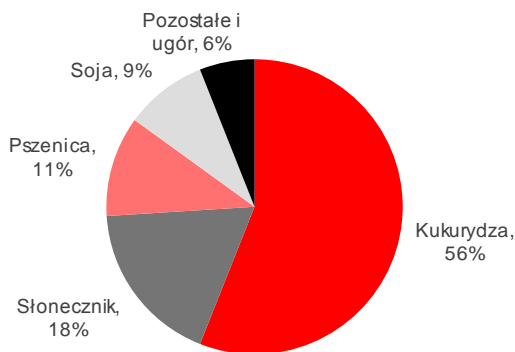
Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.



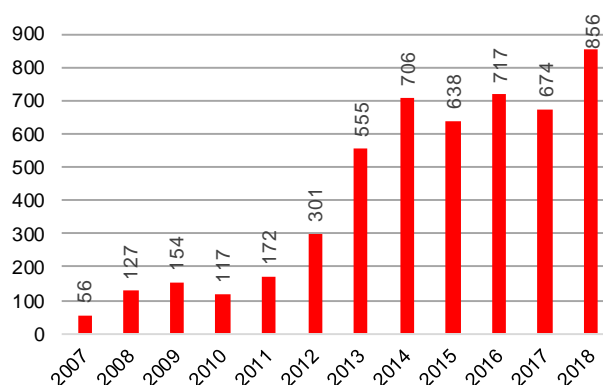
Wysoka efektywność produkcji rolnej

IMC jest jednym z najbardziej efektywnych producentów rolnych na Ukrainie osiągając plony znacznie powyżej średniej krajowej. W 2018 plony IMC przewyższyły też te notowane przez notowane na GPW Kernela i Astartę. Spółka koncentruje się w swojej działalności na wąskiej grupie zbóż i roślin oleistych. W roku 2019 około 94% areálu zostanie przeznaczony pod cztery uprawy: kukurydzę (56%), słonecznik (18%), pszenicę (11%) i soję (9%). Uważamy, że koncentracja na wybranych uprawach pozwala spółce maksymalizować osiągane plony. Pomimo nieznacznego zmniejszenia areálu pod zarządzenie w poprzednim roku IMC zdołało osiągnąć rekordowo wysokie zbiory zbóż i roślin oleistych.

IMC: STRUKTURA UPRAW W 2019

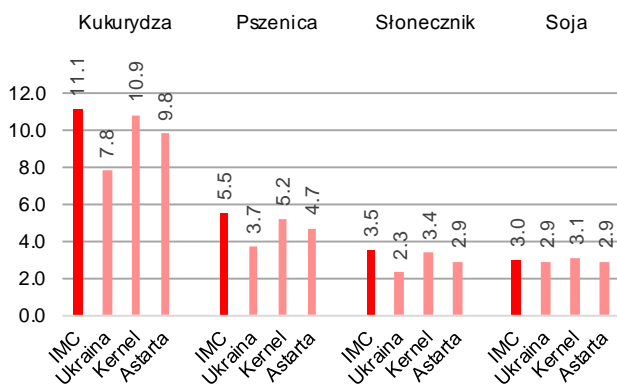


IMC: ZBIORY ZBÓŻ I ROŚLIN OLEISTYCH ('000 TON)

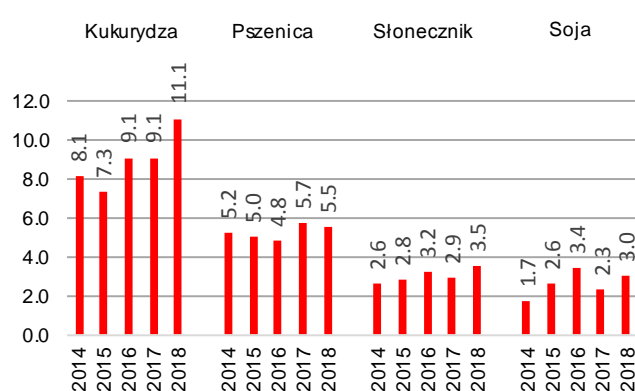


Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.

PLONY W 2018 ROKU (TON/HA)



IMC: PLONY W UJĘCIU HISTORYCZNYM (TON/HA)



Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.



Technologiczne wsparcie produkcji rolnej

W celu poprawy efektywności produkcji IMC wdrożyło szereg rozwiązań technologicznych wspierających działalność operacyjną w zakresie prac polowych i zarządzania procesami.

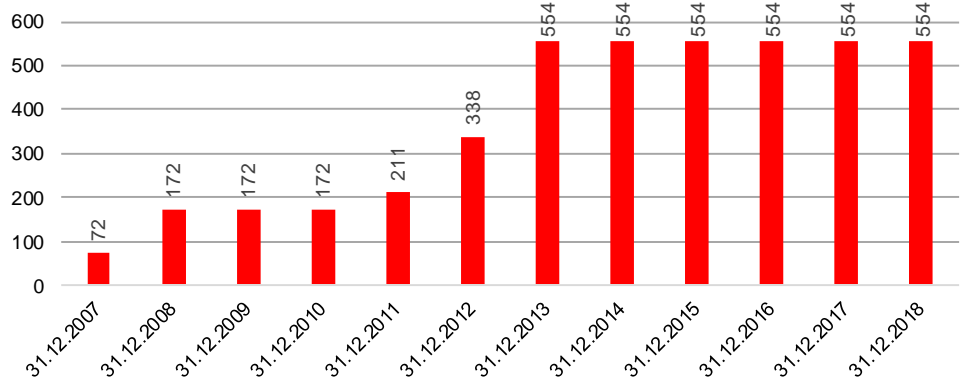
- **IMC e-portal:** Spółka przeprowadziła transformację dokumentów wewnętrznych do formy elektronicznej, do których dostęp możliwy jest także z urządzeń mobilnych. Według IMC pozwoliło to o 40% skrócić czas rozwiązywania wewnętrznych kwestii i odpowiedzi na pytania.
- **MAG – Mobile Agronomist:** Aplikacja umożliwia na zdalne raportowanie pracy agronomów w czasie rzeczywistym. Możliwe jest też m.in. śledzenie jakości upraw w czasie rzeczywistym.
- **PreAgri – IMC Geoportal:** Portal zawiera wszystkie dane dotyczące uprawianego banku ziemi, w tym dane pochodzące ze stacji meteorologicznych, dane dotyczące zasiewów i plonów oraz analizę jakości gleby.
- **Wialon – GPS monitoring:** Pozwala na śledzenie wszystkich maszyn rolniczych i samochodów będących w posiadaniu IMC.
- **Panorama - land bank control:** IMC posiada w tej aplikacji dane dotyczące ponad 30,000 dzierżawionych działek ziemi rolnej, w tym także dane dotyczące właścicieli działek.
- **Departament Rolnictwa Precyzyjnego:** Powstał w roku 2017, zajmuje się m.in. wprowadzaniem rozwiązań związanych z wykorzystaniem zdalnie sterowanych maszyn rolniczych, analizą jakości przeprowadzonych prac w zakresie zasiewu i różnicowaniem aplikacji nawozów.

Własna sieć elewatorów i magazynów ułatwia optymalizację zarządzania sprzedażą

Zdolności magazynowe w zakresie zbóż i roślin oleistych wynoszą 554,000ton, co zgodnie z deklaracjami spółki jest wielkością wystarczającą do pełnego pokrycia własnego zapotrzebowania w tym zakresie. Posiadanie własnych magazynów umożliwia spółce optymalizację procesu sprzedaży. Typowym zjawiskiem jest spadek ceny produktów rolnych w trakcie żniw i tuż po nich. IMC dzięki posiadanym magazynom może odraczać moment sprzedaży zapasów do sezonowo lepszych okresów pod względem ceny.



IMC: ZDOLNOŚCI MAGAZYNOWE ('000 TON)

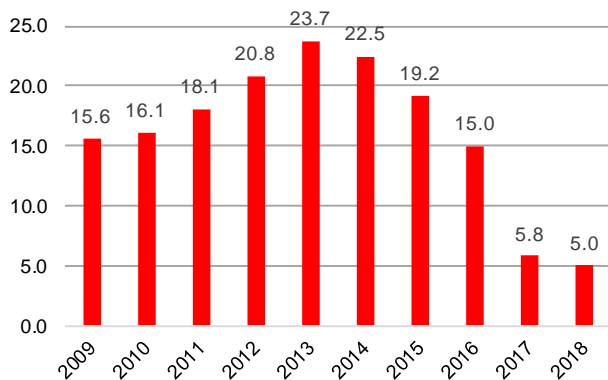


Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.

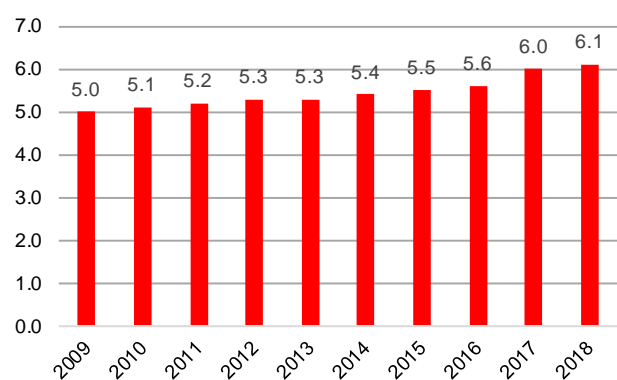
Hodowla bydła mlecznego odpowiada za niewielką część przychodów

W 2018 roku przychody generowane w związku hodowlą bydła mlecznego odpowiadały za jedynie 1.1% całości przychodów. Spółka stopniowo ograniczała zakres tej działalności, która jeszcze w 2016 roku generowała około 3.8% całości przychodów. Zakładamy utrzymanie skali tej działalności na poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2018 stąd jej wpływ na nasze prognozy finansowe dla spółki jest marginalny.

IMC: PRODUKCJA MLEKA ('000 TON)



IMC: ROCZNY UZYSK MLEKA OD JEDNEJ KROWY (TONY)



Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.

Strategia oparta o doskonalenie działalności operacyjnej, redukcję zadłużenia i wypłatę dywidendy

W lutym 2018, IMC zaktualizowało swoją strategię na lata 2016-2020 wycofując się z planów zwiększania banku ziemi pod zarządzaniem, a podkreślając chęć poprawy efektywności operacyjnej, redukcji zadłużenia i wypłaty dywidendy.

- Zwiększanie banku ziemi pod zarządzaniem nie jest planowane przed



wprowadzaniem zmian umożliwiających handel ziemią rolną na Ukrainie.

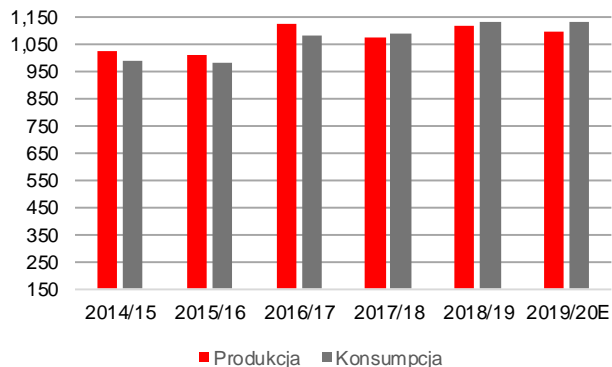
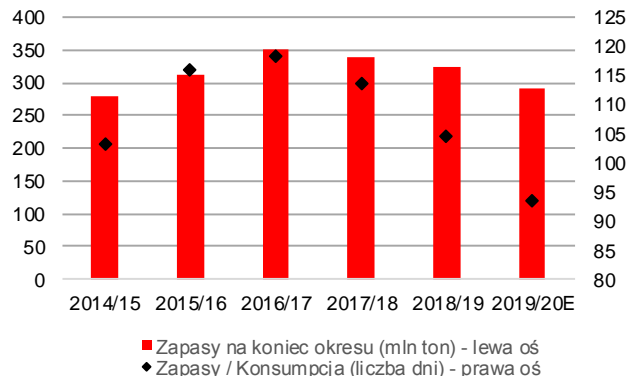
- Zwiększanie efektywności operacyjnej ma być osiągnięte poprzez m.in. wprowadzanie innowacyjnych rozwiązań. IMC za jeden ze swych celów strategicznych postawiło osiągnięcie wiodącej pozycji wśród przedsiębiorstw rolnych w Europie w zakresie wprowadzania innowacji.
- Spółka z sukcesem wdraża działania mające na celu redukcję zadłużenia. Dług netto spadł z 79.4mln USD na koniec 2016 do 54.8mln USD na koniec 2018. Na koniec 2019 IMC chce osiągnąć poziom zadłużenia brutto na poziomie 47.7mln USD.
- W 2017 i 2018 roku, IMC wypłaciło dywidendę w wysokości odpowiednio 0.05 EUR na akcję i 0.34 EUR na akcję.

Trendy na rynku produktów rolnych

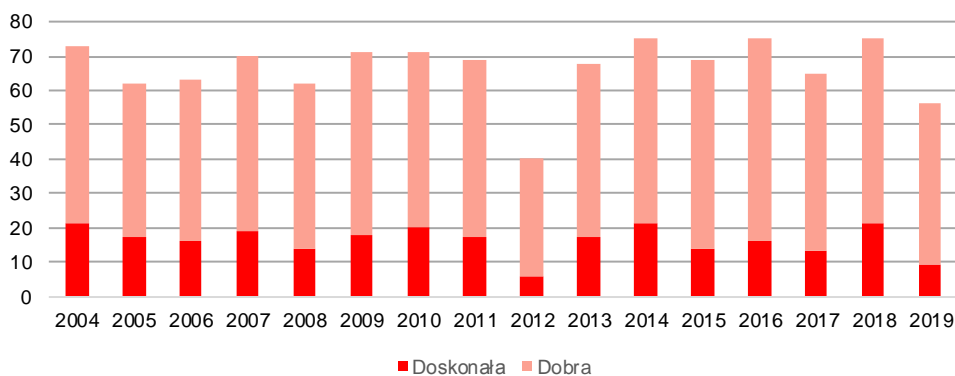
Kształtowanie się cen produktów rolnych jest jedną z determinant dla osiągniętych przez IMC wyników finansowych. Szczególną rolę odgrywa kształtowanie się cen kukurydzy. Przychody z jej sprzedaży odpowiadały w ostatnich trzech latach średnio za 62% całości przychodów spółki. Drugim najważniejszym produktem z punktu widzenia udziału w przychodach jest słonecznik (średnio 19% w ostatnich trzech latach), a następnie pszenica (8%) i soja (6%). Poniżej przedstawiamy dyskusję dotyczącą trendów cenowych na rynkach wybranych zbóż i roślin oleistych oraz czynniki mające wpływ na kształtowanie się cen.

Bilans popytowo-podażowy na rynku zbóż i roślin oleistych

Na światowym rynku kukurydzy mieliśmy do czynienia z istotnym wzrostem zapasów w latach 2015/16 i 2016/17, po których wystąpiły dwa lata w trakcie których światowa konsumpcja przeważała nad produkcją. Zmiana sytuacji popytowo-podażowej nie była jednak wystarczająco istotna, aby spowodować wzrost cen kukurydzy na rynkach światowych. Sezon 2019/20 może być jednak wyjątkowy pod względem zmiany bilansu na dyskutowanym rynku z uwagi na wyjątkowo złe warunki pogodowe w USA (deszcze) w okresie zasiewów. USA odpowiadały w 2018/19 za około 33% światowej produkcji kukurydzy. Poziom zapasów kukurydzy na koniec roku 2019/20 prognozowany jest przez amerykański departament rolnictwa (USDA) na poziomie odpowiadającym około 94 dniom konsumpcji, czyli około 16% niższym niż średnia dla poprzednich pięciu lat.

**KUKURYDZA: ŚWIATOWA PRODUKCJA I KONSUMPCJA (MLN TON)****KUKURYDZA: ŚWIATOWY POZIOM ZAPASÓW**

Źródło: USDA, Pekao Investment Banking S.A.

USA: PROCENT UPRAW KUKURYDZY W DOBREJ I DOSKONAŁEJ KONDYCJI W PIERWSZYM TYGODNIU LIPCA (%)

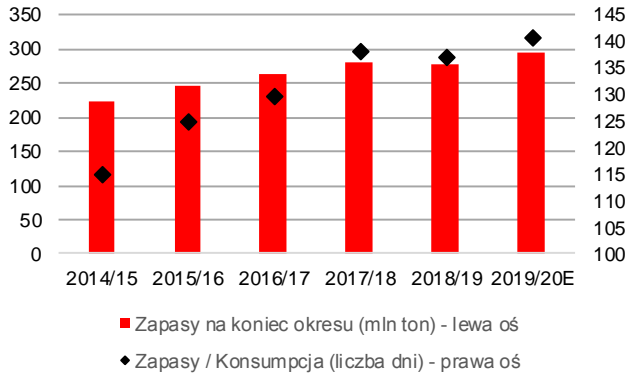
Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.

Prognoza bilansu popytowo-podażowego dla światowego rynku pszenicy jest mniej pozytywna w kontekście kształtowania się cen. USDA prognozuje wzrost produkcji pszenicy w 2019/20 o 6.7%, co przekłada się na oczekiwany wzrost zapasów o 6.4%.

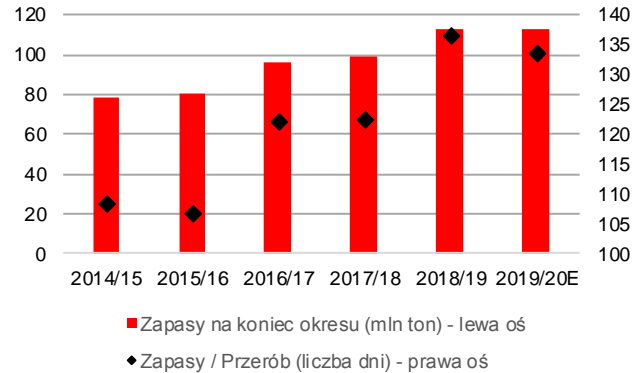
Dla soi USDA prognozuje spadek produkcji o 1.8% w roku 2019/20 i utrzymanie zapasów na poziomie zbliżonym do końca roku 2018/19. Warto zauważyć, że dane USDA wskazują na stabilny wzrost wolumenu przetwórstwa soi, który w ujęciu średniorocznym wyniósł 3.3% w latach 2014/15-2018/19. W przypadku rynku soi dodatkowym czynnikiem istotnie wpływającym na notowania w ostatnich kwartałach była kwestia konfliktu handlowego pomiędzy USA i Chinami.



PSZENICA: ŚWIATOWY POZIOM ZAPASÓW



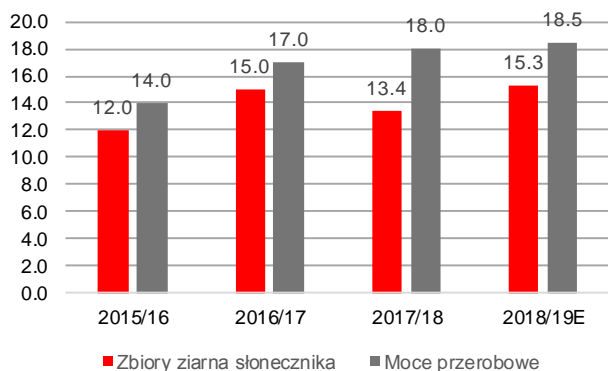
SOJA: ŚWIATOWY POZIOM ZAPASÓW



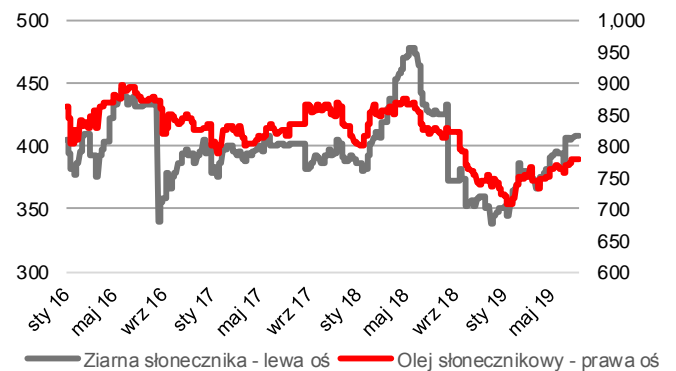
Źródło: USDA, Pekao Investment Banking S.A.

Dyskusję dotyczącą rynku słonecznika opieramy głównie na danych dotyczących rynku ukraińskiego, gdyż to tam IMC lokuje swoją produkcję. Dodatkowo należy zwrócić uwagę, że ceny ziarna słonecznika determinowane są w istotny sposób przez poziom cen oleju słonecznikowego, gdyż kupujący go przetwórcy starają się utrzymywać odpowiedni poziom marży na swojej produkcji. W przypadku rynku ukraińskiego mamy do czynienia ze strukturalną nadwyżką mocy przerobowych ziarna słonecznika (około 18.5 mln ton) nad jego produkcją (15.3 mln ton w 2018/19). Jednak zbyt niski poziom marży przerobowej może skłaniać producentów oleju słonecznikowego do zaniechania produkcji w danym sezonie lub jego części. Jeśli chodzi o poziom cen oleju słonecznikowego to utrzymują się one na niskim poziomie. Jeśli nie ulegnie to zmianie w nadchodzących kwartałach to będzie to ograniczeniem dla wzrostu cen ziarna słonecznika.

UKRAINA: ZBIORY ZIARNA SŁONECZNIKA I MOCE PRZEROBOWE (MLN TON)



UKRAINA: CENY OLEJU SŁONECZNIKOWEGO I ZIARNA SŁONECZNIKA (USD/TONA)



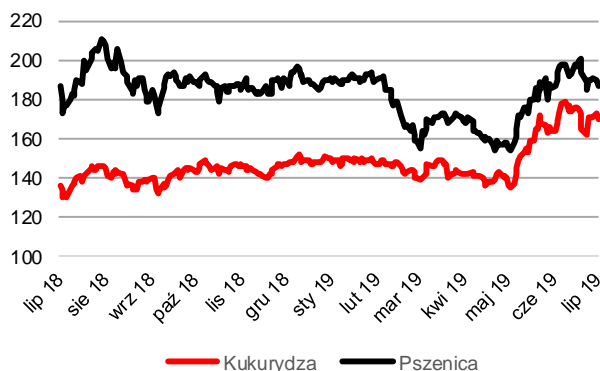
Źródło: Bloomberg, Kernel Holding, Pekao Investment Banking S.A.



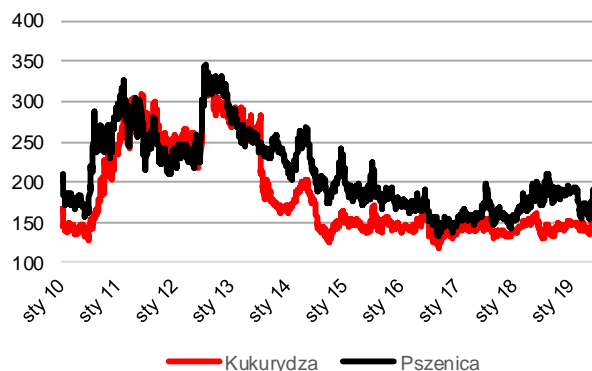
Ceny zbóż odbiły z niskich poziomów

Opisywane powyżej oczekiwania dotyczące zmian sytuacji popytowo-podażowej na rynku zbóż, w szczególności kukurydzy, wpłynęły na wzrost ich cen w ostatnich dwóch miesiącach. Podobnie zachowały się notowania soi, dla których dodatkowym istotnym czynnikiem są rozmowy pomiędzy Chinami i USA w kwestiach handlowych. Zwracamy uwagę, że w ujęciu wieloletnim obecny poziom cen nie jest wysoki. Jednocześnie należy jednak zaznaczyć, że w krótkim terminie na notowania cen surowców rolnych w istotny sposób może wpływać pozycjonowanie kapitału spekulacyjnego. Dane CFTC wskazują, że w ostatnich dwóch miesiącach inwestorzy spekulacyjni wycofywali się z pozycji krótkich, a w przypadku kukurydzy zbudowali dużą długą pozycję netto.

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

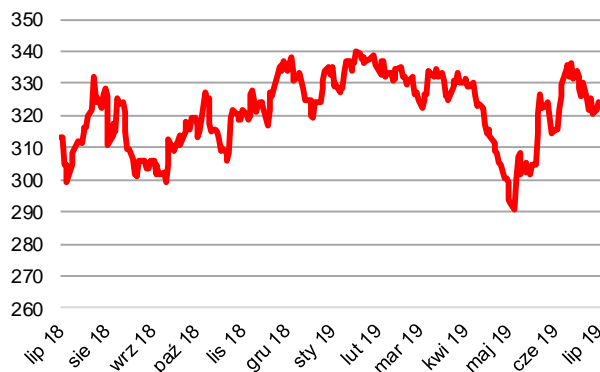


CBOT: CENY KUKURYDZY I PSZENICY W UJĘCIU WIELOLETNIM (USD/TONA)



Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.

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



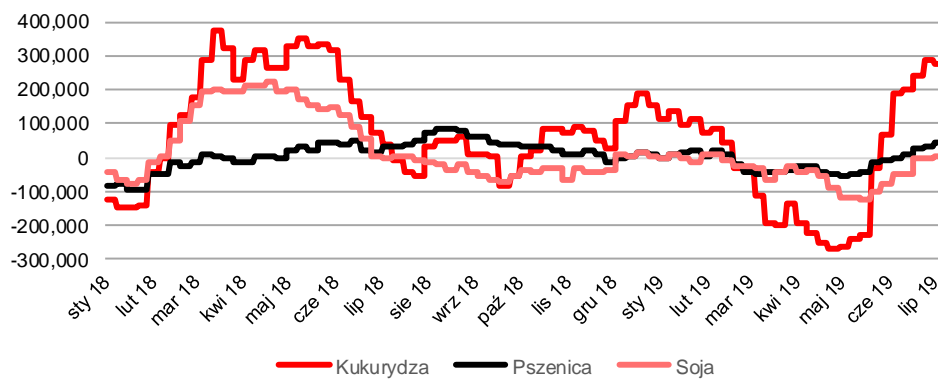
CBOT: CENY SOI W UJĘCIU WIELOLETNIM (USD/TONA)



Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



CFTC: LICZBA OTWARTYCH POZYCJI SPEKULACYJNYCH NETTO



Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.



Prognozy finansowe

Dla kształtowania się naszych prognoz finansowych dla IMC szczególne znaczenie mają: 1. Wielkość banku ziemi pod zarządzaniem, 2. Osiągane plony, 3. Realizowane ceny sprzedaży i 4. Poziom kosztów produkcji.

Zwracamy uwagę, że IMC, podobnie jak inne spółki z branży produkcji rolnej, wykazuje istotne zyski wynikające z rewaluacji aktywów biologicznych i produktów rolnych. Zdecydowaną większość zysków z rewaluacji związana jest z segmentem produkcji zbóż i roślin oleistych. W pewnym uproszczeniu można stwierdzić, że rozpoznawanie zysków z rewaluacji aktywów biologicznych i produktów rolnych powoduje przyspieszenie rozpoznania zysków w relacji do rzeczywistej sprzedaży. Wpływa też na wysoką sezonowość wyników, gdzie gros wyników rozpoznawanych jest w drugim kwartale roku kalendarzowego.

Kluczowe założenia

W naszym modelu finansowym nie zakładamy wzrostu areалу pod zarządzaniem przez IMC oraz zmian w wielkości areалу przeznaczonego pod poszczególne uprawy w porównaniu do roku 2019. W szczególności zwracamy uwagę, że strategia spółki wskazuje, że nie zamierza ona zwiększać areалу przed wprowadzeniem reform dotyczących handlu ziemią rolną na Ukrainie. Wprowadzenie takiej reformy miałyby istotny wpływ na inne założenia kształtujące naszą wycenę spółki, w szczególności poziom nakładów inwestycyjnych.

Zakładamy, że w roku 2019 IMC osiągnie niższe plony kukurydzy i słonecznika niż w korzystnym pod względem pogodowym roku 2018. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, że pogoda w najbliższych miesiącach może istotnie wpłynąć na perspektywy wielkości plonów. W latach 2020-2021 zakładamy stopniowy wzrost plonów kukurydzy i słonecznika z uwagi na nieustanne działania optymalizacyjne prowadzone przez spółkę. Nie zakładamy istotnych zmian w plonach pszenicy i soi generowanych przez IMC.

Zakładamy, że osiągnięte przez IMC ceny kukurydzy, pszenicy i soi będą w dużym stopniu odzwierciedlały zachowanie się cen na rynkach światowych, podobnie jak to było w poprzednich latach. Nasze założenia co do cen światowych prezentujemy poniżej. Uważamy, że powinny się one utrzymywać na poziomach zbliżonych do notowanych obecnie, a największy potencjał do pozytywnych zaskoczeń w nadchodzącym sezonie widzimy na rynku kukurydzy. Ceny słonecznika, pszenicy i soi zakładamy na poziomie zbliżonym do notowanego w poprzednim roku.



IMC: GŁÓWNE ZAŁOŻENIA PRZYCHODOWE

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Areał (ha)					
Kukurydza	67,329	68,421	69,500	69,500	69,500
Słonecznik	24,368	23,670	22,800	22,800	22,800
Pszenica	13,723	12,230	13,000	13,000	13,000
Soja	10,932	10,701	10,800	10,800	10,800
Pozostałe	13,248	8,878	7,800	7,800	7,800
Suma	129,600	123,900	123,900	123,900	123,900
Plony (ton/ha)					
Kukurydza	9.1	11.1	10.0	10.6	11.0
Słonecznik	2.9	3.5	3.2	3.4	3.5
Pszenica	5.7	5.5	5.7	5.7	5.7
Soja	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0
Ceny benchmarkowe (USD / tona)					
Kukurydza	141	145	160	160	160
Słonecznik*	415	343	350	350	350
Pszenica	160	182	185	185	185
Soja*	359	323	330	330	330

*Cena z 4 kwartału z uwagi na sezonowość produkcji i sprzedaży.

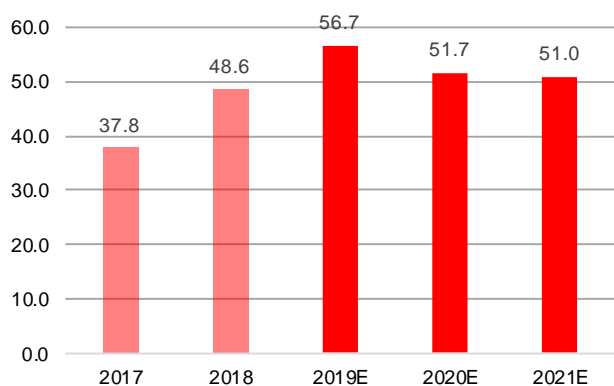
Źródło: Bloomberg, Pekao Investment Banking S.A.

Po stronie kosztowej zakładamy utrzymanie tendencji inflacyjnych i przyjmujemy wzrost bezpośrednich kosztów produkcji na poziomie około 14% r/r w 2019 i 5% r/r w 2020. Widzimy m.in. ryzyko dalszego mocnego wzrostu wynagrodzeń i usług obcych.

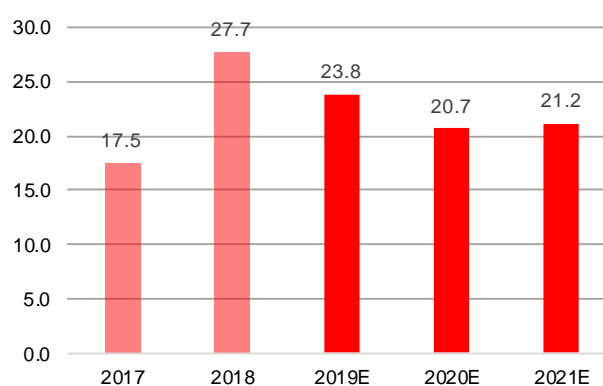
Prognozujemy EBITDA na poziomie 56.7 mln USD w 2019

Bazując na powyższych założeniach prognozujemy osiągnięcie przez IMC zysku EBITDA na poziomie 56.7 mln USD w 2019 i 51.7 mln USD w 2020. Wzrost EBITDA w roku 2019 o 17% r/r związany jest przede wszystkim ze zmianami wynikającymi z wprowadzenia MSSF 16, który wpływa m.in. na ujmowanie przez spółkę zobowiązań związanych z dzierżawą ziemi i kosztów z tym związanych. Na poziomie zysku netto prognozujemy osiągnięcie 23.8 mln USD w 2019 i 20.7 mln USD w 2020. Spadek zysku wobec roku 2018 odzwierciedla założenie niższych plonów kukurydzy i inflację kosztów.

IMC: PROGNOZY EBITDA (USD MLN)



IMC: PROGNOZY ZYSKU NETTO (USD MLN)



Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.



Zdolność do wypłaty wysokiej dywidendy i redukcji zadłużenia

Nie zakładamy istotnych nakładów inwestycyjnych w 2019 i 2020, co przy zdrowych wynikach finansowych i założeniu ich konwersji na przepływy z działalności operacyjnej sugeruje, że spółka będzie miała potencjał do wypłaty dywidendy przy jednoczesnym zmniejszaniu zadłużenia netto. W naszym modelu zakładamy wypłatę dywidendy w wysokości 14mln USD (USD 0.42 na akcję) w roku 2019 i 15mln USD w roku 2020. Jednocześnie nasze szacunki wskazują na spadek zadłużenia netto do poziomu 43.2 mln USD na koniec bieżącego roku i 33.9 mln USD na koniec roku 2020 (powyższe liczby nie uwzględniają zobowiązań leasingowych).

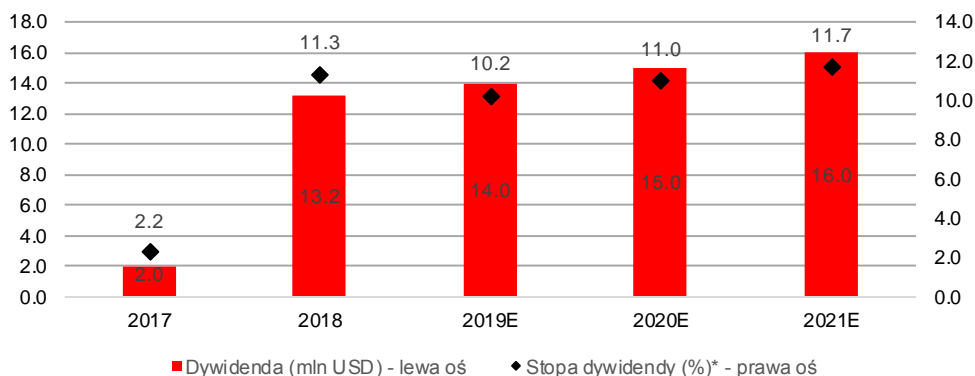
Zwracamy uwagę, że zmiany wprowadzone w związku z wprowadzeniem MSSF 16 powodują ujawnienie w bilansie zobowiązań leasingowych. W przypadku IMC na zobowiązania te składa się głównie zdyskontowana wartość przyszłych płatności za dzierżawę ziemi. W naszym raporcie przyjmujemy konserwatywny sposób prezentacji tych zobowiązań zaliczając je do zadłużenia netto.

IMC: ZADŁUŻENIE NETTO

mln USD	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Kredyty bankowe i pożyczki	64.5	58.8	48.0	48.0	38.0
Zobowiązania leasingowe	-	-	85.9	85.9	85.9
Gotówka i ekwiwalenty	6.1	3.9	4.7	14.1	6.8
Zadłużenie netto	58.4	54.8	129.2	119.8	117.1

Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.

IMC: DYWIDENDA



*Dla 2017-2018 stopa dywidendy w odniesieniu do średniorocznej kapitalizacji Źródło: IMC Pekao Investment Banking S.A.



Prognozy finansowe - tabela

IMC: PROGNOZY FINANSOWE - PODSUMOWANIE

Rachunek zysków i strat						
mln USD	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	124.7	126.8	131.6	170.2	160.5	167.9
Zysk ze zmian w wartości godziwej aktywów biologicznych i produktów rolnych (netto)	66.2	62.8	73.3	65.8	68.4	69.6
Koszt sprzedaży	-130.0	-139.1	-138.9	-165.6	-162.4	-169.4
Zysk brutto na sprzedaży	60.9	50.5	66.1	70.4	66.6	68.1
Koszty sprzedaży i administracyjne	-12.9	-18.5	-23.7	-29.1	-29.5	-31.5
Pozostałe koszty operacyjne (netto)	-2.1	-3.1	-6.4	-4.0	-4.0	-4.0
EBIT	46.0	28.8	36.0	37.4	33.1	32.6
Amortyzacja	11.2	9.0	12.6	19.3	18.6	18.4
EBITDA	57.2	37.8	48.6	56.7	51.7	51.0
Koszty finansowe netto	-24.5	-11.0	-7.7	-12.3	-11.3	-9.1
Zysk przed opodatkowaniem	21.5	17.8	28.3	25.1	21.8	23.5
Podatek dochodowy	0.3	0.0	-0.7	-1.3	-1.1	-2.4
Zysk udziałowców niekontrolujących	-0.1	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
Zysk netto	21.9	17.5	27.7	23.8	20.7	21.2
Bilans						
mln USD	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Aktywa obrotowe	87.0	92.1	121.0	126.2	136.7	133.1
Gotówka i ekwiwalenty	4.2	6.1	3.9	4.7	14.1	6.8
Należności handlowe	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
Aktywa biologiczne	18.2	15.3	8.0	11.7	12.2	12.9
Zapasy	55.1	62.2	101.6	102.1	102.7	105.8
Pozostałe	9.2	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1
Aktywa trwałe	72.0	88.0	77.2	157.5	152.6	151.5
Rzeczowe aktywa trwałe	64.7	81.9	72.6	67.1	62.2	61.1
Prawo do użytkowania	-	-	-	85.9	85.9	85.9
Aktywa niematerialne	4.1	2.9	2.1	2.1	2.1	2.1
Aktywa biologiczne	1.4	2.3	1.9	1.9	1.9	1.9
Pozostałe	1.8	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Aktywa (razem)	158.9	180.1	198.2	283.8	289.4	284.7
Zobowiązania krótkoterminowe	36.2	45.1	58.7	62.7	62.6	62.8
Kredyty bankowe i pożyczki	28.4	36.7	43.0	38.0	38.0	38.0
Zobowiązania leasingowe	-	-	-	8.4	8.4	8.4
Zobowiązania handlowe	2.1	1.3	3.0	3.6	3.6	3.7
Pozostałe	5.7	7.1	12.7	12.7	12.7	12.7
Zobowiązania długoterminowe	57.7	30.9	18.8	90.6	90.6	80.6
Kredyty bankowe i pożyczki	55.2	27.7	15.8	10.0	10.0	0.0
Zobowiązania leasingowe	-	-	-	77.5	77.5	77.5
Pozostałe	2.5	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
Kapitał własny	65.6	103.5	120.2	130.1	135.7	140.9
Kapitał udziałowców niekontrolujących	-0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Kapitał własny i zobowiązania (razem)	158.9	180.1	198.2	283.8	289.4	284.7
<i>Dług netto</i>	<i>79.4</i>	<i>58.4</i>	<i>54.8</i>	<i>129.2</i>	<i>119.8</i>	<i>117.1</i>
Rachunek przepływów pieniężnych						
mln USD	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	29.3	32.4	28.2	45.8	44.5	42.4
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-5.0	-4.9	-4.5	-5.7	-5.7	-9.2
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-21.8	-23.9	-22.1	-39.2	-29.4	-40.4
Przepływy pieniężne netto (razem)	-2.5	1.9	-2.2	0.8	9.3	-7.2

Źródło: IMC, Pekao Investment Banking S.A.



Warunki prawne

Niniejszy raport analityczny („**Raport**”) został przygotowany przez Pekao Investment Banking S.A. („**Pekao IB**”) 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/gpwpa>. Prawa autorskie do Raportu przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Z tytułu sporządzenia Raportu Pekao IB będzie przysługiwało wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na zasadach wskazanych w umowie zawartej pomiędzy Pekao IB a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Raport został sporządzony w oparciu o publicznie dostępne informacje, które Pekao IB uważa za prawdziwe, rzetelne i wiarygodne, w tym informacje udostępniane przez emitenta w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych nałożonych przez przepisy prawa. Pekao IB nie ponosi jednak odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność i wiarygodność tych informacji.

O ile nie wskazano inaczej, szacunki i opinie zawarte w raporcie stanowią niezależną ocenę analityków, sporządzających Raport na dzień wydania Raportu.

Pekao IB 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.

Raport został sporządzony przy dołożeniu należytej staranności oraz dla celów wyłącznie informacyjnych. W celu uniknięcia wątpliwości Raport nie stanowi ani nie jest częścią oferty sprzedaży lub subskrypcji jakiegokolwiek instrumentu finansowego, ani też nie nakłania do nabycia jakiegokolwiek instrumentu finansowego, nie stanowi reklamy i promocji instrumentu finansowego ani emitenta.

Emitenci lub instrumenty finansowe omawiane w Raporcie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców Raportu tj. mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich wyników w przyszłości.

Informacje zawarte w Raporcie są podawane bez żadnych gwarancji na zasadzie "tak jak jest" i nie mogą być traktowane jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Pekao IB nie świadczy usług w zakresie zarządzania portfelem w odniesieniu do portfeli składających się z jednego lub więcej Instrumentów Finansowych ani usług doradztwa finansowego. Raport został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców Raportu, w szczególności przy sporządzaniu Raportu nie bada się celów inwestycyjnych klienta, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej klientów.

Inwestorzy muszą dokonać własnej oceny odpowiedności inwestycji w jakiegokolwiek instrumenty, o których mowa w niniejszym dokumencie, w oparciu o przesłanki merytoryczne i ryzyko związane z inwestycją, własną strategię inwestycyjną oraz swoją sytuację prawną, podatkową i finansową. Ponieważ niniejszy dokument nie kwalifikuje się jako doradztwo inwestycyjne ani niniejszy dokument, ani żadna jego część nie może stanowić podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zaciągnięcia zobowiązania, ani też nie może stanowić zachęty do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub zobowiązania. Inwestorów zachęca się do skontaktowania się z doradcą inwestycyjnym w celu uzyskania indywidualnych porad.

Z zastrzeżeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa polskiego Pekao IB ani żadna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej, ani żaden z ich dyrektorów, członków zarządu lub pracowników, ani żadna inna osoba nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem Raportu z wykorzystania niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub w inny sposób z nim związane.

Odpowiedzialność za treść niniejszej publikacji spoczywa na:

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 31, 02-091 Warszawa, Polska, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000149937, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 225.141.851,00 zł, NIP 525-22-56-380.

Pekao Investment Banking Spółka Akcyjna jest nadzorowana przez Komisję Nadzoru Finansowego, Piękna 20, 00-549 Warszawa, Polska i może podlegać ograniczonym regulacjom oraz niektórych innych organów regulacyjnych w Unii Europejskiej. Szczegóły dotyczące zakresu uprawnień Pekao Investment Banking w Unii Europejskiej są dostępne na naszej stronie internetowej: www.pekaoib.pl/research-disclaimer-authorization-in-the-eu.

POTENCJALNE KONFLIKTY INTERESÓW

Brak

- 1: Analizowana spółka posiada co najmniej 5% kapitału akcyjnego Pekao Investment Banking S.A.
- 2: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy była wiodącym lub współzarządzającym (gwarantem lub współgwarantem) w okresie ostatnich 12 miesięcy publicznie dostępnej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- 3: Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w zakresie instrumentów finansowych emitenta.
- 4: Analizowana spółka oraz Pekao Investment Banking S.A. i/lub jakakolwiek powiązana osoba prawna zawarły umowę o sporządzenie analiz.
- 5: Analityk lub osoba powiązana z nim jest w radzie nadzorczej/zarządzie spółki, której dotyczy.
- 6: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję długą netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.
- 7: Pekao Investment Banking S.A. posiada pozycję krótką netto przekraczającą 0,5% wyemitowanego kapitału zakładowego emitenta.

Informacja dotycząca historii raportów analitycznych wydawanych przez Pekao IB

Historia wydawanych raportów analitycznych i historia w zakresie zmian rekomendacji i/lub cen docelowych, jak również zestawienie w kategoriach względnych naszych rekomendacji inwestycyjnych znajdują się na naszej stronie internetowej www.pekaoib.pl/research-disclaimer-stocks-ratings

Nota dotycząca wyceny udziałowych instrumentów finansowych

W naszych raportach przedstawiamy wyniki wyceny opartej na dwóch metodach wyceny wybranych spośród następujących: modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych, modelu mnożnikowego lub metody wyceny majątkowej.

Modele zdyskontowanych przepływów pieniężnych pozwalają na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa na bazie przyszłych przepływów pieniężnych ustalanych na bazie prognoz finansowych. Przepływy pieniężne są dyskontowane do wartości bieżącej przy zastosowaniu odpowiedniej stopy dyskonta. Modele te charakteryzują się jednoczesnym i kompleksowym uwzględnieniem kluczowych zmiennych wpływających na kształtowanie się wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, np. przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, nakładów inwestycyjnych, kosztu kapitału (WACC). Wyceny uzyskane przy wykorzystaniu modeli dyskontowych są jednak bardzo wrażliwe na zmiany założeń takich jak m.in. długookresowy poziom zysków, stopa wolna od ryzyka lub stop wzrostu w



okresie nieobjętym szczegółowymi prognozami finansowymi (okres rezydualny). Co więcej, prognozy nie mogą być określone z całkowitą pewnością; nieprzewidziane przyszłe zdarzenia mogą spowodować nieważność prognoz finansowych.

Porównawcze modele wyceny polegają na przyjęciu założenia, że spółki o zbliżonym profilu (przede wszystkim działające w tej samej branży) powinny być handlowane ze wskaźnikami wyceny na tym samym lub zbliżonym poziomie. Do najczęściej wykorzystywanych mnożników w modelach wyceny porównawczej należą: cena/zysk (C/Z), wartość przedsiębiorstwa/EBITDA (EV/EBITDA) i cena/wartość księgową (C/WK). Wśród mocnych stron modeli mnożnikowych możemy podkreślić ich prostotę, ponieważ są one łatwe do obliczenia i zrozumienia. Ponadto do wyceny wykorzystywane są kluczowe dla inwestorów statystyki. Z drugiej strony, mnożniki są oparte najczęściej na prognozach krótkoterminowych. Wyceny oparte na mnożnikach nie będą zatem w stanie uchwycić różnic w przewidywanych wynikach w dłuższej perspektywie czasowej. Wreszcie, wybór odpowiedniej grupy porównawczej może być problematyczny.

Modele majątkowe polegają przede wszystkim na ustaleniu wartości przedsiębiorstwa poprzez oszacowanie wartości aktywów pomniejszonych o zobowiązania lub poprzez oszacowanie nakładów inwestycyjnych niezbędnych dla odtworzenia majątku przedsiębiorstwa. Zaletą tych modeli jest fakt, że mogą być stosowane nawet wtedy, gdy firma ma krótką historię zysków lub jej przyszłe istnienie jest niepewne. Jednakże ustalenie wartości rynkowej niektórych aktywów, w szczególności wartości niematerialnych, może być trudne. Ponadto modele wyceny majątkowej nie uwzględniają przyszłych zmian wyników finansowych, ani nie obejmują pozycji pozabilansowych, takich jak know-how.

Wyceny przedsiębiorstwa oparte na wspomnianych modelach wyceny zależą od czynników makroekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, ceny surowców oraz od założeń dotyczących gospodarki. Ponadto nastroje rynkowe wpływają na rynkową wycenę przedsiębiorstw. Wycena opiera się również na oczekiwaniach, które mogą ulec szybkiej i niezapowiedzianej zmianie, w zależności od rozwoju sytuacji w poszczególnych branżach wpływając na poziom cen docelowych wynikających z modeli wyceny.

Ceny docelowe odnoszą się zazwyczaj do horyzontu 12-miesięcznego. Podlegają one jednak również warunkom rynkowym i mogą stanowić jedynie obraz sytuacji. Ceny docelowe mogą być osiągnięte szybciej lub wolniej, niż się spodziewano, lub też mogą wymagać korekty w górę lub w dół. W tabelach i wykresach w niniejszym raporcie oznaczamy lata z literą "E", aby zaznaczyć, że przedstawione dane liczbowe są prognozami i szacunkami.

Ceny wykorzystane w analizie są cenami zamknięcia odpowiedniego lokalnego systemu obrotu lub cenami zamknięcia na odpowiednich lokalnych giełdach papierów wartościowych.

Częstotliwość wydawania raportów i ich aktualizacji

Przewiduje się, że każdy z raportów analitycznych będzie aktualizowany przynajmniej dwa razy w roku począwszy od daty publikacji raportu inicjującego, oraz w przypadku kluczowych wydarzeń i/lub zmian w założeniach dotyczących raportu.

W ostatnich 12 miesiącach Pekao Investment Banking S.A. nie sporządziło żadnego raportu dotyczącego emitenta.

ZNACZĄCY INTERES FINANSOWY

Pekao IB S.A. i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy kapitałowej może prowadzić regularny obrót akcjami lub innymi instrumentami finansowymi analizowanej spółki. Pekao IB i/lub inne powiązane z nimi osoby prawne mogą posiadać znaczące otwarte pozycje pochodne na akcjach spółki, które nie są delta neutralne. Banki i inne osoby prawne z Grupy Pekao mogły udzielać analizowanej spółce znacznych pożyczek. Pekao IB i/lub inne powiązane osoby prawne mogą mieć istotny interes finansowy związany z analizowaną spółką lub mogą mieć taki interes w dowolnym momencie w przyszłości. Ze względu na fakt, że Pekao IB S.A. i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana jest uprawniona, w zależności od obowiązujących przepisów prawa, do wykonywania takich czynności w dowolnym momencie w przyszłości, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego, należy dla celów niniejszej informacji przyjąć, że Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna z nią powiązana faktycznie wykona takie czynności, które mogą prowadzić do istnienia istotnego interesu finansowego związanego z analizowaną spółką.

Analizy mogą odnosić się do jednej lub kilku spółek i emitowanych przez nie papierów wartościowych. W niektórych przypadkach analizowani emitenci aktywnie przekazywali informacje na potrzeby analiz.

TRANSAKCJE BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ

Analizowana spółka oraz Pekao IB i/lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy mogła zawrzeć w okresie ostatnich 12 miesięcy umowę dotyczącą świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE, w zamian za co Pekao IB i/lub taka osoba prawna należąca do tej samej grupy otrzymała świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty lub zamierza to uczynić. Ze względu na fakt, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy jest uprawniona do zawarcia, z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, umowy o świadczenie usług związanych ze świadczeniem usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z analizowaną spółką w dowolnym momencie w przyszłości i może otrzymać świadczenie wzajemne lub obietnicę zapłaty, dla celów niniejszej informacji należy przyjąć, że Pekao IB lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy faktycznie zawrze takie umowy i w rzeczywistości otrzyma takie świadczenie lub obietnicę zapłaty.

DEKLARACJA ANALITYKA

Wynagrodzenie Pekao Investment Banking S.A. lub osób pracujących dla Pekao Investment Banking S.A., które uczestniczyły w przygotowaniu Raportu, nie jest bezpośrednio związane z transakcjami w zakresie usług Pekao Investment Banking S.A. określonych w sekcjach A i B Załącznika I do Dyrektywy 2014/65/UE lub innego rodzaju transakcji, które wykonuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy, ani z prowizjami maklerskimi, które otrzymuje Pekao Investment Banking S.A. lub jakakolwiek osoba prawna należąca do tej samej grupy.

USTALENIA ORGANIZACYJNO-ADMINISTRACYJNE MAJĄCE NA CELU UNIKANIA I ZAPOBIEGANIE KONFLIKTOM INTERESÓW

W celu zapobiegania lub zarządzania konfliktami interesów, Pekao IB i/lub inna osoba prawna należąca do tej samej grupy ustanowiła formy organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez jej departament zgodności. Powstające konflikty interesów są zarządzane przez bariery prawne i fizyczne oraz niefizyczne (zwane łącznie "Barierami Informacyjnymi") mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednym obszarem/departamentem Pekao IB i/lub innymi obszarami/departamentami Pekao IB i powiązanymi z nimi osobami prawnymi. W szczególności jednostki Bankowości Inwestycyjnej, w tym doradztwo finansowe, działalność na rynku kapitałowym, i inne działania związane z pozyskiwaniem kapitału, są oddzielone fizycznie i niefizycznie od jednostek związanych z działalnością maklerską polegającą na przyjmowaniu i przekazywaniu oraz wykonywaniu zleceń, jak również od departamentu analiz. W badaniu ujawnia się publicznie dostępne konflikty interesów i inne istotne interesy.



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.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565

W raporcie używamy cen zamknięcia z dnia 10 lipca 2019.

Data i godzina zakończenia sporządzania Raportu: 11.07.2019, godz. 17.30. Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia Raportu: 12.07.2019, godz. 08.30.

Raport nie został przekazany analizowanej spółce do wglądu przed publikacją.

Raport został sporządzony zgodnie z prawem polskim.



Equity Research

Marcin Gatarz, Dyrektor Departamentu Analiz
+48 22 586-2964, marcin.gatarz@pekaob.pl

Analizy sektorowi

Banki

Jerzy Kosiński, CFA
+48 22 586-2967
jerzy.kosinski@pekaob.pl

Spółki konsumenckie

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Przemysł

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Górnictwo i metale

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Nieruchomości

Maria Mickiewicz
+48 22 586-2972
maria.mickiewicz@pekaob.pl

Technologie i telekomy

Łukasz Kosiński
+48 22 586-2359
lukasz.kosiński@pekaob.pl

Energetyka

Maksymilian Piotrowski
+48 22 586-2353
maksymilian.piotrowski@pekaob.pl

Strategia rynkowa

Marcin Gatarz, CFA
+48 22 586-2964
marcin.gatarz@pekaob.pl

Publication Address

Pekao Investment Banking S.A.
ul. Żwirki i Wigury 31
02-091 Warsaw
Poland

Internet
www.pekaob.pl