

poniedziałek, 19 sierpnia 2019 | aktualizacja raportu

## Kernel: redukuj (obniżona)

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

### Trudniejsze otoczenie w sezonie 2019/20

Niższe w nadchodzącym sezonie (2019/20) o 6% r/r prognozowane zbiory słonecznika na Ukrainie naszym zdaniem ponownie przełożą się na większą konkurencję o ziarno wśród przetwórców. O ile w poprzednim roku stosunek zbiorów do zdolności produkcyjnych łącznie wynosił 76%, to w nadchodzącym roku spadnie on do 71%, a marże na tłoczeniu słonecznika prawdopodobnie spadną r/r. Według naszych szacunków, przy niższym o 2% r/r przerobieniu ziarna i niższych marżach rynkowych, EBITDA segmentu oleju Grupy Kernel spadnie z 107 mln USD do 99 mln USD. Kolejnym wyzwaniem w nadchodzącym roku jest rentowność w segmencie produkcji rolnej. Zakładamy, że zbiory w Grupie Kernel w sezonie 2019/20 spadną o 5% r/r do 3047 tys. ton (słabsze r/r zbiory kukurydzy z hektara), a 9% r/r inflacja kosztów spowoduje spadek EBITDA segmentu ze 162 mln USD do 97 mln USD (bez wpływu MSSF16). Ryzykiem jest również stosunkowo mała ilość zabezpieczonej sprzedaży zboża własnej produkcji (obecnie 16% vs. 62% w roku ubiegłym). Jest to tym bardziej istotne, że obecnie ceny zbóż oddały część wzrostu wraz z zaostreniem wojny handlowej między USA a Chinami. Zakładając wysoki oczekiwany Capex w sezonie 2019/20 (300 mln USD) i prognozowany spadek EBITDA o 11% r/r, Kernel praktycznie nie generuje wolnych przepływów gotówki (FCF), a zadłużenie netto w relacji do EBITDA rośnie do poziomu 2,7x. Rewidujemy w dół nasze prognozy o słabsze niż wcześniej zakładaliśmy marże na tłoczeniu olejów (w efekcie niższych zbiorów słonecznika), stosunkowo niskie zaawansowanie sprzedaży własnej produkcji rolnej (co implikuje gorszy wynik w segmencie rolnym) i wyższy Capex na 2019/20. Obniżamy naszą cenę docelową z 58,63 PLN do 42,70 PLN, a rekomendację z kupuj do redukuj.

### Niższe zbiory słonecznika przełożą się na marże łącznie

W sezonie 2019/20 zasiew słonecznika na Ukrainie spadł o 2% do poziomu 6,05 mln ha, a źródła rynkowe podają, że zeszłoroczne rekordowe zbiory z hektara są nie do powtórzenia. To implikuje spadek podaży ziaren słonecznika o około 800 tys. ton w sezonie 2019/20 (-6% r/r). Według nas przy wciąż wysokiej oczekiwanej przez USDA podaży olejów roślinnych w nadchodzącym sezonie marże na tłoczeniu słonecznika spadną z 82 USD/t do 77 USD/t, a Kernel zmuszony będzie do zmniejszenia przerobu o 2% r/r do 3,1 mln ton.

### Słabsze zbiory kukurydzy, inflacja kosztów produkcji rolnej

W sezonie 2019/20 zasiew Grupy Kernel spadnie o 3% r/r do 513 tys. ha. Oczekujemy lepszych r/r zbiorów zbóż ozimych, ale gorszej produkcji kukurydzy. W efekcie zakładamy, że zbiory Grupy Kernel spadną w sezonie 2019/20 o 5% r/r do 3047 tys. ton. Naszym zdaniem wyższe koszty pracy oraz nawozów przełożą się na 6% r/r wzrost kosztów zasiewów na hektar (w USD). W efekcie zakładamy, że średnia realizowana EBITDA z hektara spadnie z wysokich 307 USD/ha do 188 USD/ha.

### Dobre perspektywy dla handlu zbożem

W sezonie 2019/20 na Ukrainie oczekiwane są zbiory zbóż na poziomie 71,9 mln ton (+3% r/r), co powinno pozwolić na wzrost eksportu zbóż z Ukrainy na poziomie 50,6 mln ton (+2% r/r). Naszym zdaniem dzięki otwarciu w I'20 nowego portu TGT Kernel w sezonie 2019/20 zwiększy transport zbóż z 6,0 do 7,5 mln ton oraz zwiększy handel zbożami z 7,2 mln ton do 8,7 mln ton. W efekcie oczekujemy, że segment handlu zbożem może być jedynym, który w nadchodzącym sezonie (2019/20) odnotuje poprawę wyniku EBITDA z 112 mln USD do 132 mln USD.

(mln USD)	16/17	17/18	18/19P	19/20P	20/21P
Przychody	2 168,9	2 403,0	3 965,7	4 359,8	4 925,3
EBITDA	319,2	222,5	340,5	303,5	332,2
marża EBITDA	14,7%	9,3%	8,6%	7,0%	6,7%
EBIT	265,0	139,6	264,6	206,9	219,9
Zysk netto	176,2	52,1	202,5	111,1	125,5
P/E	5,9	19,8	5,1	9,3	8,2
P/CE	4,5	7,6	3,7	5,0	4,3
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/EBITDA	4,8	7,4	5,3	6,1	5,5
DPS	0,24	0,25	0,25	0,25	0,74
DYield	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	5,9%

Cena bieżąca	48,60 PLN
Cena docelowa	42,70 PLN
Kapitalizacja	4,02 mld PLN
Free float	2,43 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	4,68 mln PLN

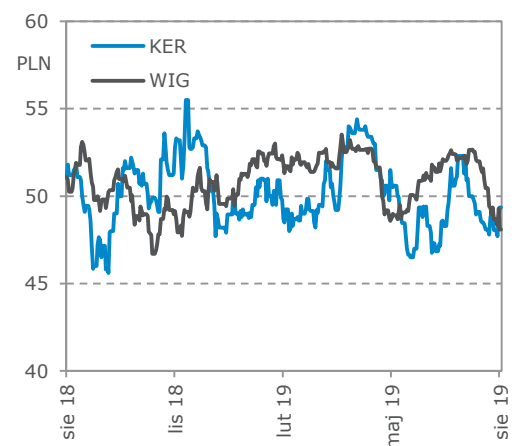
### Struktura akcjonariatu

Namsen Ltd	39,93%
Pozostali akcjonariusze	60,07%

### Profil spółki

Kernel prowadzi działalność w zakresie handlu zbożem i produkcji oleju słonecznikowego na Ukrainie. Spółka posiada sieć elewatorów zbożowych oraz port przeładunkowy w Ilczewsku i Tamaian. Działalność operacyjna prowadzona jest na terenie Ukrainy i Rosji, a ponad 90% przychodów jest uzyskiwane w USD. Spółka dzierżawi około 510 tys. hektarów ziemi na Ukrainie.

### Kurs akcji KER na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
Kernel	42,70	58,63	redukuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
Kernel	48,60	42,70	-12,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	19/20P	20/21P	21/22P
EBITDA	-24,2%	-27,9%	-27,8%
Zysk netto	-42,6%	-48,6%	-47,5%
Marża olej	-32,4%	-38,2%	-40,1%
Pszonica	-5,3%	0,0%	0,0%
Kukurydza	-2,7%	-4,7%	-4,7%
Sprzedaż oleju luz.	+1,6%	-5,0%	+3,4%
Produkcja zbóż	+2,4%	-1,9%	-2,7%
Handel zbożami	+9,9%	+17,2%	+19,4%

### Analitik:

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

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

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

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

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawieniem wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 19 sierpnia 2019 o godzinie 08:33. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 19 sierpnia 2019 o godzinie 08:33.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

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

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

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

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.  
**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.  
**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.  
**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.  
**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki Kernel wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2019-06-03	2019-03-05	2018-11-05
cena docelowa (PLN)	58,63	62,86	60,85
kurs z dnia rekomendacji	46,50	49,20	52,10

**Dom Maklerski mBanku**

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

**Departament Analiz**

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

**Michał Marczak**  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

**Michał Konarski**  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

**Paweł Szpigiel**  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Bogusz**  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

**Aleksandra Szklarczyk**  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Poniatowski**  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

**Mikołaj Lemańczyk**  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

**Departament Sprzedaży Instytucjonalnej****Maklerzy**

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Bartosz Orzechowski**  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
+48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Magdalena Bernacik**  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

**Andrzej Sychowski**  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

**Sprzedaż rynki zagraniczne**

**Joanna Łukasik**  
+48 22 697 48 82  
[joanna.lukasik@mbank.pl](mailto:joanna.lukasik@mbank.pl)

**Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej**

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)