

wtorek, 16 października 2018 | komentarz specjalny

Grupa Kruszwica – Nieco lepsze perspektywy

Rekomendacja: równoważ | cena bieżąca: 43,90 PLN

KSW.PW; KSW.WA | Przemysł spożywczy, Polska

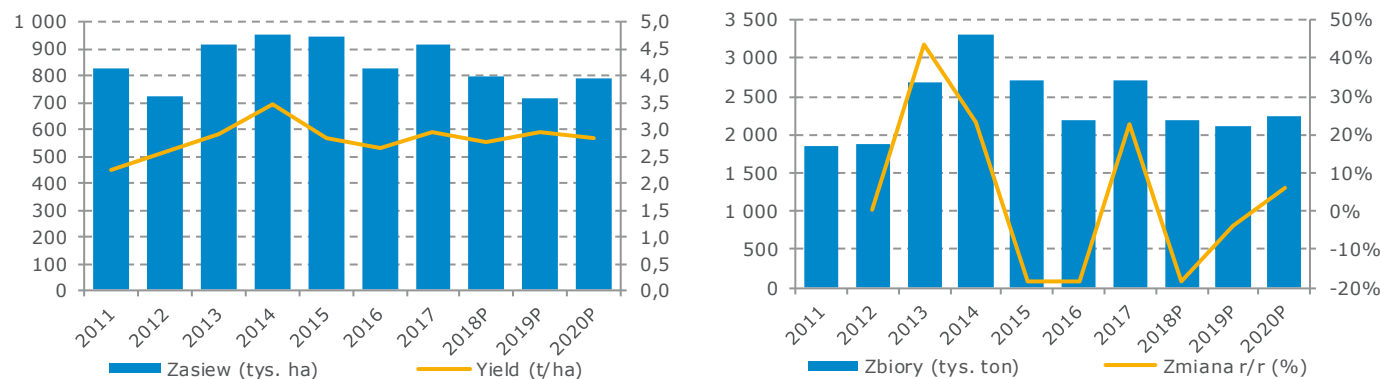
Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Mimo bardzo słabych tegorocznych zbiorów rzepaku w Polsce (-18% r/r; 2,2 mln ton) Zarząd ZT Kruszwica widzi szansę na dobrą kontraktację marży przerobowej na kolejne kwartały. Spółka zabezpieczyła znaczącą ilość ziarna od pośredników, w związku z czym nie odczuje tak drastycznego spadku wolumenu sprzedaży jak mogłoby to wynikać z warunków rynkowych. Wyzwaniem na następny sezon są informacje o niskich zasiewach rzepaku na 2019 rok (spadek o kolejne 10% – najniższy od 2012 roku), co powoduje, że nawet jeśli średnie plony z hektara wzrosną do średniej 5-letniej, to w 2019 roku zbiory rzepaku spadną o kolejne 4% do 2,1 mln ton. Wyzwaniem dla spółki na 2019 rok są rosnące koszty energii i certyfikatów CO₂ – łączny dodatkowy koszt 7,9 mln PLN (7,5% tegorocznej prognozowanej EBITDA). Po 1H'18 Grupa Kruszwica na bilansie posiadała 305 mln PLN gotówki netto, co praktycznie pozwoliłoby na zakup prawie wszystkich znajdujących się w wolnym obrocie akcji. Decyzja o potencjalnej dywidendzie lub skupie akcji znajduje się w rękach właściciela (Bunge). Kurs akcji zareagował drastycznymi spadkami na sygnalizowane przez nas spadki zbiorów rzepaku i ryzyko pogorszenia się wyników finansowych w kolejnych kwartałach. W związku z tym podwyższamy nasze pozycjonowanie dla Grupy Kruszwica z niedoważaj do równoważ.

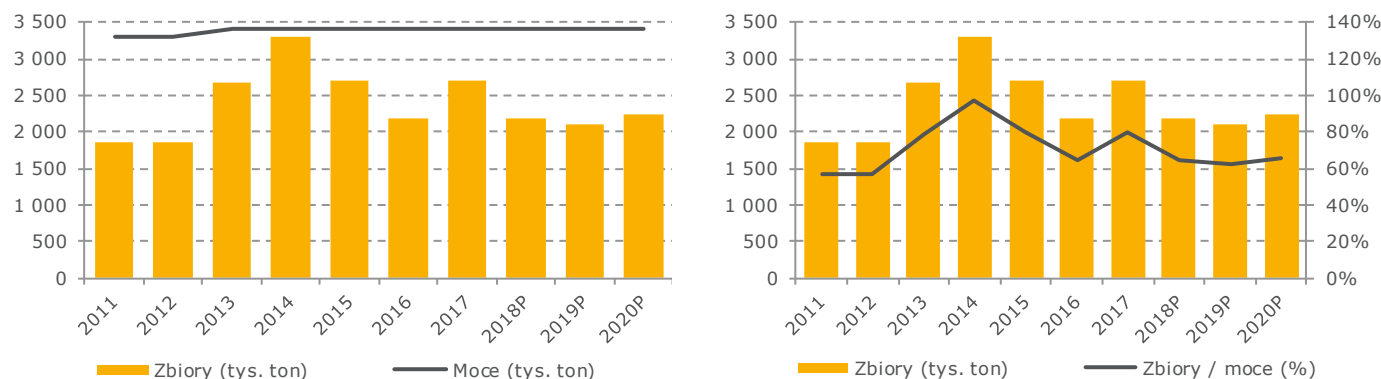
Zbiory rzepaku w Polsce w 2018 roku

Według ostatniego szacunku GUS z końcówki września br. odnośnie zbiorów 2018 roku **tegoroczne zbiory rzepaku** i rzepiku w Polsce wyniosły **2,2 mln ton** i będą o 18% r/r niższe. Według danych GUS **obszar objęty zasiewem** rzepaku w Polsce w 2018 roku wyniósł **800 tys. ha** i był o 12% r/r niższy – praktycznie najniższy poziom od 2012 roku! Niskim zasiewom w 2018 roku towarzyszył również **najniższy od 2012 roku średni uzyskiwany plon** z hektara, co wynikało głównie z przymrozków zanotowanych w III'18 oraz suszy w 2Q'18. W efekcie wielkość zbiorów rzepaku w relacji do mocy przetwórczych zainstalowanych na terenie kraju spadła do poziomu 65% – co oznacza najniższy poziom od 2016 roku. Polska również jest wśród grona krajów w UE które zanotowały największy spadek zbiorów rzepaku w ujęciu r/r (w całej UE -12% r/r). Przetwórcy mają nadzieję, że spadek lokalnej produkcji będzie rekompensowany przez większy import z krajów ościennych (Czechy, Węgry, Ukraina).

Zasiew oraz średnie zbiory z hektara rzepaku w Polsce (lewy wykres) oraz wielkość zbiorów rzepaku w Polsce oraz dynamika jej zmian r/r (prawy wykres)



Zbiory rzepaku w Polsce na tle łącznych zainstalowanych mocy przetwórczych (lewy wykres) oraz wielkość zbiorów rzepaku w relacji do zainstalowanych mocy (prawy wykres)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, GUS

Negatywną informacją na następny rok pod względem oczekiwanych zbiorów są niesprzyjające warunki pogodowe w okresie siewu na 2019 roku (sucha pogoda) oraz słabe zbiory w 2018 roku, które przekładają się na niechęć rolników do wysiania uprawy. Według szacunków ZT Kruszwica i rynku **zawies rzepaku na 2019 roku może spaść nawet o kolejne 10%** w Polsce i Niemczech. W przypadku rynku krajowego oznacza to, że nawet jeśli przeciętne zbiory z hektara wrócą do 5-letnich średnich, to i tak zbiory rzepaku w 2019 roku spadną o 4% r/r do poziomu 2,1 mln ton.

Z perspektywy 2020 roku krajowy rynek rzepaku dodatkowo napotka **trudności związane z importem rzepaku z Ukrainy**. Według uchwalonego prawodawstwa od 2020 roku handlarze nie będą uzyskiwać zwrotu nadpłaconego podatku VAT od zboża będącego przedmiotem sprzedaży zagranicznej. To spowoduje, że tylko duże gospodarstwa rolne na Ukrainie będą zainteresowane sprzedażą ziarna na eksport (rolnicy nadal będą uzyskiwać zwrot VAT). Efektem zmian będzie spadek **eksportu rzepaku**, a ten wynosi około **2-2,5 mln ton** rocznie (również trafia do Polski). O ile Grupa Kruszwica nie kupuje rzepaku bezpośrednio z Ukrainy, to w przyszłości brak importu z tego kraju może negatywnie przekładać się na bilans uprawy w kraju.

Zarząd **Kruszwica ocenia**, że **słabsze** tegoroczne zbiory raczej **nie wpłyną** znacząco na **spadek przerobu rzepaku** w Grupie. Spółka zabezpieczyła wcześniej znaczące ilości od pośredników.

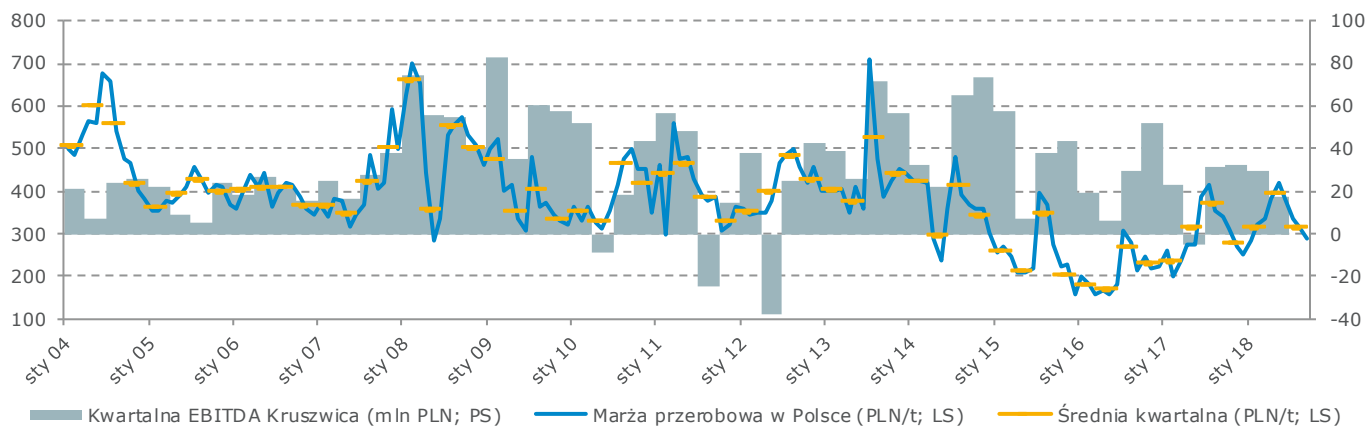
Marże na tłoczeniu pod presją w Polsce, ale lepsze w Europie

Niższe zbiory rzepaku w Polsce przełożyły się na wzrost cen nasion na rynku i spadek marży przerobowych, jakie można śledzić na podstawie cen publikowanych przez **Zintegrowany System Rolniczej Informacji Rynkowej**. Inaczej natomiast wyglądają marże, jakie można obserwować na postawie notowań cen rzepaku, śruty i oleju w Europie. W 3Q'18 te są obecnie o około 20% r/r wyższe, a Kruszwica potwierdza korzystniejszą kontraktację z tegorocznych zbiorów. Informacje na temat kontraktacji są dla nas pozytywnym zaskoczeniem zważywszy na obserwowany spadek marży wskazywany przez Ministerstwo Rolnictwa.

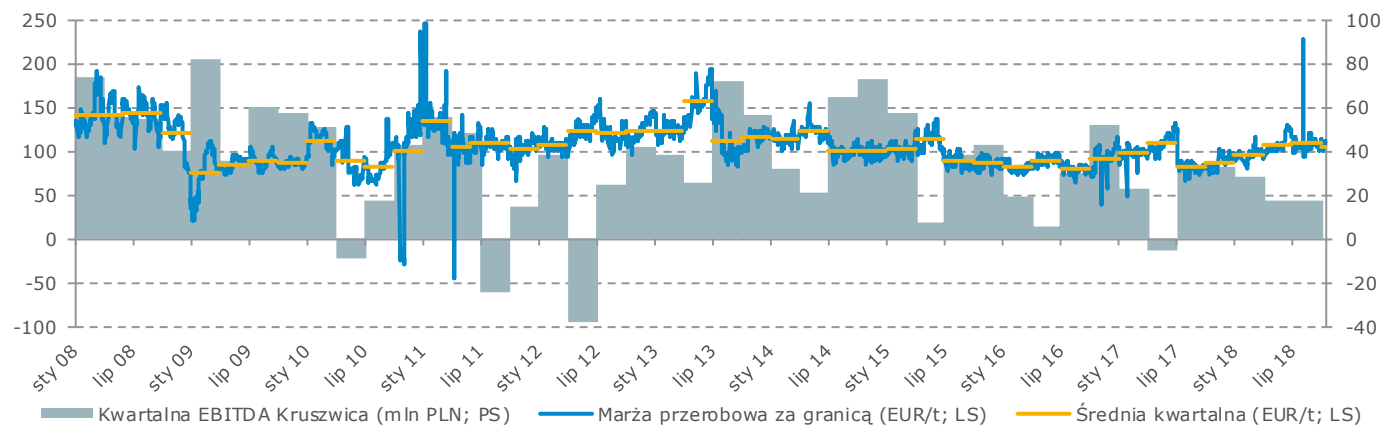
W '19 wyższe koszty energii i certyfikatów CO₂

Według informacji z raportu rocznego corocznie Grupa **Kruszwica zużywa około 57 mln MWh energii elektrycznej**. Zakład w Kobylnikach k. Kruszwy kupuje całą potrzebną energię ze źródeł zewnętrznych (około 32 mln MWh rocznie), natomiast zakład w Brzegu zaopatruje się w energię wytwarzaną przez posiadany blok energetyczny (około 25 mln MWh rocznie). Zważając na bieżące ceny energii na rynku, według naszych szacunków **wzrost kosztów dla zakładu w Kobylnikach wyniesie około 3,6 mln PLN w 2019 roku**. W przypadku zakładu w Brzegu wyższe obserwowane certyfikaty CO₂ przełożą się wzrost kosztów o około **4,3 mln PLN** (przy bieżących cenach; corocznie zakup około 81 tys. sztuk certyfikatów). Wyższe koszty energetyczne dotyczą wszystkich graczy rynkowych, ale naszym zdaniem w małym stopniu firmy są w stanie przenieść je na swoich klientów (klientami są duże sieci zakupowe jak rafinerie, sieci sprzedażowe, itd.).

Marża przerobowa na tłoczeniu rzepaku w Polsce na tle osiąganego przez Grupę Kruszwica wyniku EBITDA



Marża przerobowa na tłoczeniu rzepaku za granicą na tle osiąganego przez Grupę Kruszwica wyniku EBITDA



Źródło: Dom Maklerski mBanku, GUS, Ministerstwo Rolnictwa, Bloomberg

Zmiana prognoz Domu Maklerskiego mBanku dla Grupy Kruszwica

(mln PLN)	Nowe prognozy		Stare prognozy		Zmiana	
	2018P	2019P	2018P	2019P	2018P	2019P
Przychody	2 443,1	2 403,1	2 398,2	2 335,7	+1,9%	+2,9%
EBITDA	106,0	97,8	103,5	102,0	+2,4%	-4,1%
Zysk netto	63,1	52,9	58,9	55,8	+7,2%	-5,2%
DPS (PLN)	1,33	2,06	1,33	1,92	0,0%	+7,2%
Dług netto	-78,8	-80,0	-66,4	-73,6	-18,6%	-8,7%
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	1 059,0	1 050,0	1 046,0	1 025,0	+1,2%	+2,4%
Przychody na tonę (PLN/t)	2 306,9	2 288,6	2 292,8	2 278,7	+0,6%	+0,4%
EBITDA/t (PLN/t)	100,1	93,2	98,9	99,5	+1,2%	-6,3%

Źródło: Kruszwica, Dom Maklerski mBanku

Skonsolidowany rachunek zysków i strat Grupy Kruszwica za lata 2011-2019P

(mln PLN)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P
Cena (PLN)	43,90	43,90	43,90	43,90	43,90	43,90	43,90	43,90	43,90
P/E	33,7	295,7	9,5	8,4	10,6	9,4	24,8	16,0	19,1
EV/EBITDA	14,5	18,8	6,3	4,7	5,2	5,4	12,1	8,8	9,5
DYield	2,0%	2,2%	0,3%	5,3%	6,0%	24,6%	5,4%	3,0%	4,7%
Dług netto / EBITDA	4,5	5,5	1,0	-0,7	-1,6	-1,3	-0,6	-0,7	-0,8
P/BV	1,5	1,6	1,4	1,3	1,2	1,5	1,6	1,5	1,5
P/(BV-goodwill)	1,8	1,9	1,6	1,4	1,3	1,7	1,8	1,7	1,7
Przychody	2 331,9	2 708,7	2 663,1	2 487,1	2 348,9	2 411,3	2 547,5	2 443,1	2 403,1
zmiana (%)	22,4%	16,2%	-1,7%	-6,6%	-5,6%	2,7%	5,6%	-4,1%	-1,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	223,4	233,3	376,0	377,5	315,4	261,5	234,5	260,3	257,7
marża	9,6%	8,6%	14,1%	15,2%	13,4%	10,8%	9,2%	10,7%	10,7%
Koszty sprzedaży	147,3	159,0	176,1	180,8	167,4	157,3	146,7	141,8	140,8
Koszty zarządu	25,1	52,8	48,0	48,2	40,8	40,0	33,3	32,1	32,8
EBITDA	101,2	75,8	190,3	189,6	149,7	151,9	80,0	106,0	97,8
marża (%)	4,3%	2,8%	7,1%	7,6%	6,4%	6,3%	3,1%	4,3%	4,1%
EBIT	57,1	34,9	148,8	151,1	116,5	122,9	52,1	80,5	72,2
marża (%)	2,4%	1,3%	5,6%	6,1%	5,0%	5,1%	2,0%	3,3%	3,0%
Działalność finansowa	-18,7	-29,4	-15,6	-2,4	0,5	1,4	-1,6	-2,5	-6,9
Zysk netto	30,0	3,4	106,7	119,8	95,2	107,8	40,7	63,1	52,9
Dług netto	459,3	414,9	192,4	-125,8	-236,1	-192,8	-44,6	-78,8	-80,0
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	897	976	1 009	1 051	1 028	975	1 021	1 059	1 050
Zysk brutto/t (PLN/t)	249	239	373	359	307	268	230	246	245
(Z. brutto + amortyzacja)/t (PLN/t)	298	281	414	396	339	298	257	270	270
EBITDA/t (PLN/t)	113	78	189	180	146	156	78	100	93

Źródło: Kruszwica, Dom Maklerski mBanku

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 księgową
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 księgową) – 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 6-9 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.

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 przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

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 16 października 2018 o godzinie 08:26.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 16 października 2018 o godzinie 08:26.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, 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.

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

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 Grupy Kruszwica wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy
Kruszwica

rekomendacja	równoważ	niedoważaj
data wydania	2018-10-16	2018-08-02
cena docelowa (PLN)	-	-
kurs z dnia rekomendacji	43,90	65,40

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
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

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

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

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

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

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

Szymon Kubka, CFA, PRM
+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl