

środa, 23 września 2020 | aktualizacja raportu

## Kernel: kupuj (podwyższona)

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

### Sprzyjają rosnące ceny oleju słonecznikowego

**Dynamicznie rosnące ceny oleju słonecznikowego od V'20 przekładają się na rekordowe od 2015 roku marże na jego produkcji. Powodem zyskujących na wartości olejów roślinnych są spadające globalne zapasy w relacji do konsumpcji. Według prognoz USDA światowe zapasy olejów roślinnych na koniec sezonu 2020/21 spadną do najniższego poziomu od 2010/11 roku. W relacji do konsumpcji zapasy będą najniższe w historii, pogłębiając niskie odczyty z poprzednich kilku lat. W przypadku oleju słonecznikowego zapasy na koniec 2020/21 będą utrzymywać się na jednym z najniższych w ostatnich 10 lat poziomach. Naszym zdaniem odbudowa marży w segmencie olejowym przełoży się na poprawę EBITDA o 50% r/r do 190 mln USD, czemu sprzyjać będzie również uruchomienie spalarni biomasy przy tłoczniach (dodatkowe 15 mln USD r/r). W rezultacie wyższych wyników naszym zdaniem Kernel w 2020/21 roku wygeneruje wolny przepływ gotówki (FCF) na poziomie 77 mln USD, a dług netto w relacji do EBITDA spadnie do 3,1x (wcześniej zakładaliśmy 3,6x). Naszym zdaniem lepsze perspektywy w segmencie oleju i produkcji rolnej przełożą się na wzrost EBITDA w 2021 roku do 445 mln USD, a rynek będzie musiał się wyraźnie podnieść ze swoimi oczekiwaniami (konsensus 403 mln USD). Podwyższamy naszą cenę docelową z 44,58 PLN do 56,35 PLN, a rekomendację z trzymaj do kupuj.**

### Marże na tłoczeniu najwyższej od 2015 roku

W latach kiedy ostatni raz na rynku obserwowaliśmy tak wysokie marże Grupa Kernel generowała ponad 200 mln USD EBITDA w segmencie olejów przy przerobieniu ziarna na poziomie 2,5 mln ton rocznie. W sezonie 2020/21 oczekujemy, że Kernel przy przerobieniu 3,2 mln ton odnotuje EBITDA w segmencie olejarskim na poziomie 190 mln USD. Warto zwrócić uwagę, że w sezonie 2020/2021 w wynikach pojawiają się pierwsze efekty działalności spalarni biomasy przy tłoczniach, co podwyższy EBITDA segmentu o około 15 mln USD (2 mln USD w 2019/20).

### Słabsza produkcja słonecznika na Ukrainie, odbudowa marży

Niskie opady deszczu, jakie miały miejsce w VIII'20 na Ukrainie negatywnie przełożyły się na plony słonecznika z hektara. Naszym zdaniem w sezonie 2020/21 produkcja na Ukrainie będzie na poziomie około 13,3 mln ton czyli 1,9 mln ton niżej r/r. W związku z niższymi zbiorami zakładamy, że Kernel przerobi 3,2 mln ton słonecznika w sezonie 2020/21 vs. 3,4 mln ton rok wcześniej. Słabsza produkcja na Ukrainie naszym zdaniem przełoży się na wzrost cen słonecznika do około 460 USD/t (obecnie 430 USD/t). Ceny oleju słonecznikowego (obecnie 995 USD/t) już dyskontują słabsze zbiory na Ukrainie. Modelowo zakładamy, że te ukształtują się na poziomie 950 USD/t. To z kolei implikować będzie wzrost marży na tłoczeniu o około 8% r/r.

### Niższe wyniki w segmencie agro

Obniżamy nasze prognozy EBITDA'20/21P dla segmentu produkcji rolnej (z 105 mln USD do 101 mln USD). Jest to związane z niższymi prognozami produkcji słonecznika i kukurydzy z hektara z uwagi na mniej korzystne warunki pogodowe w VIII'20.

(mIn USD)	17/18	18/19	19/20P	20/21P	21/22P
Przychody	2 403,0	3 992,1	3 840,9	4 095,0	4 419,4
EBITDA	222,5	345,5	361,0	444,6	476,4
marża EBITDA	9,3%	8,7%	9,4%	10,9%	10,8%
EBIT	139,6	269,2	270,1	335,6	368,3
Zysk netto	52,1	189,5	100,7	187,0	211,3
P/E	16,9	4,7	8,9	4,8	4,2
P/CE	6,5	3,3	4,7	3,0	2,8
P/BV	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	6,8	4,5	6,0	5,1	4,7
DPS	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
DYield	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%

<b>Cena bieżąca</b>	39,90 PLN
<b>Cena docelowa</b>	56,35 PLN
<b>Kapitalizacja</b>	3,4 mld PLN
<b>Free float</b>	2,1 mld PLN
<b>Średni dzienny obrót (3 m-ce)</b>	4,1 mln PLN

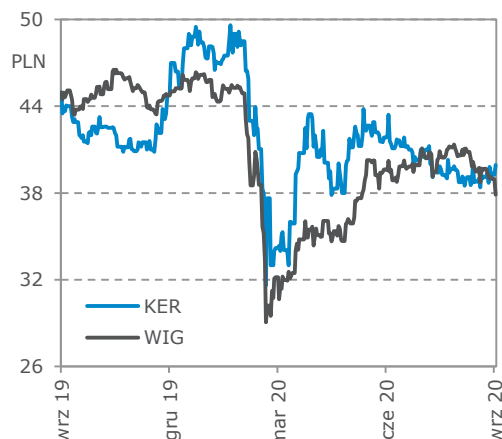
### Struktura akcjonariatu

Namsen Ltd	38,98%
Pozostali akcjonariusze	61,02%

### 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	56,35	44,58	kupuj	trzymaj

Spółka	Cena	Cena	Potencjał
Kernel	39,90	56,35	+41,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	19/20	20/21	21/22
EBITDA	0,0%	13,6%	15,0%
Zysk netto	0,0%	35,7%	37,9%
Marża olej (USD/t)	0,0%	43,1%	39,7%
Marża infrastruktura (USD/t)	0,0%	0,0%	0,0%
Marża rolnictwo (USD/t)	0,0%	-0,3%	6,4%
Przerób słonecznika (tys. t)	0,0%	-8,0%	-7,0%
Wolumen rolnictwo (tys. t)	0,0%	-3,9%	-1,3%
Wolumen infr. (tys. t.)	0,0%	0,0%	0,0%

### 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 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 Biura 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 mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające ze wykorzystania 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, Sygnity, 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 23 września 2020 o godzinie 08:18.  
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 września 2020 o godzinie 08:18.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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.

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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:****Kernel**

rekomendacja	trzymaj	trzymaj	trzymaj	redukuj
data wydania	2020-06-03	2020-02-05	2019-12-05	2019-10-07
cena docelowa (PLN)	44,58	47,25	41,60	40,76
kurs z dnia rekomendacji	43,80	47,20	41,20	42,90

**mBank S.A.**

Senatorska 18  
00-950 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)

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

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

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