



analityk: Michał Krajczewski

data sporządzenia: 24.10.2016

Cena akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. zł)	P/E	P/BV
61,05	4 864,7	60,79%	5 109,1	4,8	1,29

Kernel to wiodąca na rynku ukraińskim firma zajmująca się zdywersyfikowaną działalnością rolniczą w regionie Morza Czarnego. Kernel zajmuje się zarówno wytwórstwem, rafinowaniem, butelkowaniem, sprzedażą oleju słonecznikowego butelkowanego i luzem w kraju i na świecie, jak i uprawą, pozyskiwaniem, przeładunkiem oraz międzynarodową sprzedażą zbóż i nasion oleistych.

Wyniki kwartalne [mln USD]	2Q '16	2Q '15	r/r	2Q '16	2Q '16 - konsensus	różnica	FY 2016	FY2015	różnica
Przychody	382,3	490,8	-22,1%	382,3	397,3	-3,8%	1988,5	2329,5	-14,6%
Zysk brutto ze sprzedaży	78,6	106,9	-26,5%	78,6	-		460,2	517,1	-11,0%
<i>marża brutto ze sprzedaży</i>	20,5%	21,8%		20,5%			23,1%	22,2%	
EBITDA	48,1	58,6	-17,9%	48,1	48,7	-1,2%	347,2	403,8	-14,0%
<i>marża EBITDA</i>	12,6%	11,9%		12,6%	12,2%		17,5%	17,3%	
EBIT	33,3	44,6	-25,4%	33,3	-		287,2	335,6	-14,4%
<i>marża EBIT</i>	8,7%	9,1%		8,7%			14,4%	14,4%	
Zysk netto jdn. dom.	-7,3	21,5	-	-7,3	25,9	-	225,2	106,9	110,6%
<i>marża netto</i>	-1,9%	4,4%		-1,9%	6,5%		11,3%	4,6%	

Komentarz do wyników za 2Q'16

Zgodnie z oczekiwaniami Kernel zanotował w 2Q'16 (ostatni kwartał roku finansowego spółki) spadek wyników w ujęciu r/r. Rezultaty były lekko poniżej oczekiwań. Pozytywnie oceniamy jednak przedstawione wolumeny za 3Q'16 (komentarz na następnej stronie), propozycje wypłaty dywidendy w wysokości 0,25 USD na akcję (DY = 1,6%) oraz znaczną obniżkę wskaźnika długu netto do EBITDA (0,8x).

Niższe o ponad 22% r/r przychody były pochodną dalszej obniżki realizowanych cen w segmencie handlu zbożem (-9,8% r/r) oraz mniejszego wolumenu sprzedaży oleju luzem (-30,5% r/r - efekt przesunięcia części sprzedaży na 1Q'16). Dodatkowo z uwagi na wyższą sprzedaż pomiędzy segmentami w poprzednich okresach, znaczący spadek obrotów zanotował segment uprawy zbóż.

Pomimo wsparcia ze strony wysokiej, dodatniej wyceny aktywów biologicznych (+31,7 mln USD vs +3,1 mln USD przed rokiem), Kernel zanotował spadek marży brutto na sprzedaży. Była ona "nadrobiona" oszczędnościami w obszarze kosztów SG&A (-26,8% r/r), dlatego marża EBITDA była nieco lepsza r/r. W podziale na segmenty, poprawa rentowności obserwowana była w segmencie sprzedaży oleju luzem. Znaczący spadek zanotowały segmenty sprzedaży oleju butelkowanego i uprawy zbóż. Bez większych zmian było w segmentach handlu zbożem, terminali przeładunkowych i przechowywania zboża.

Negatywnie na wynik netto w minionym kwartale wpływały ujemne różnice kursowe (-21,6 mln USD wobec +3,2 mln USD przed rokiem), pomimo umiarkowanego umocnienia ukraińskiej waluty w ciągu omawianego okresu.

Kernel wypracował w 2Q'16 przepływy z działalności operacyjnej na poziomie 36,5 mln USD (186,4 mln USD w 2Q'15), zdołał jednak obniżyć wartość długu netto 278,2 mln USD, co przekłada się na wskaźnik długu netto do EBITDA na poziomie 0,8x (0,84x w 1Q'16 i 2Q'15). Z uwagi na powyższe Zarząd oczekuje podniesienia ratingu długu przez agencję Fitch.

W oczekiwaniach kolejnego roku obrotowego, Zarząd informuje, iż planowany jest wzrost wolumenu przerobu słonecznika z 2,7 mln ton do 3,0 mln ton, przy utrzymaniu obecnych, niskich marż z uwagi na konkurencję na rynku. Bardzo dobre zbiory w obecnym sezonie pozwalają na utrzymanie wyniku EBITDA w segmencie uprawy. Spółka rozpoczęła także inwestycję w budowę kolejnego terminala przeładunkowego o mocach ok. 4 mln ton zboża, który ma być uruchomiony w 2018 r.



Kernel

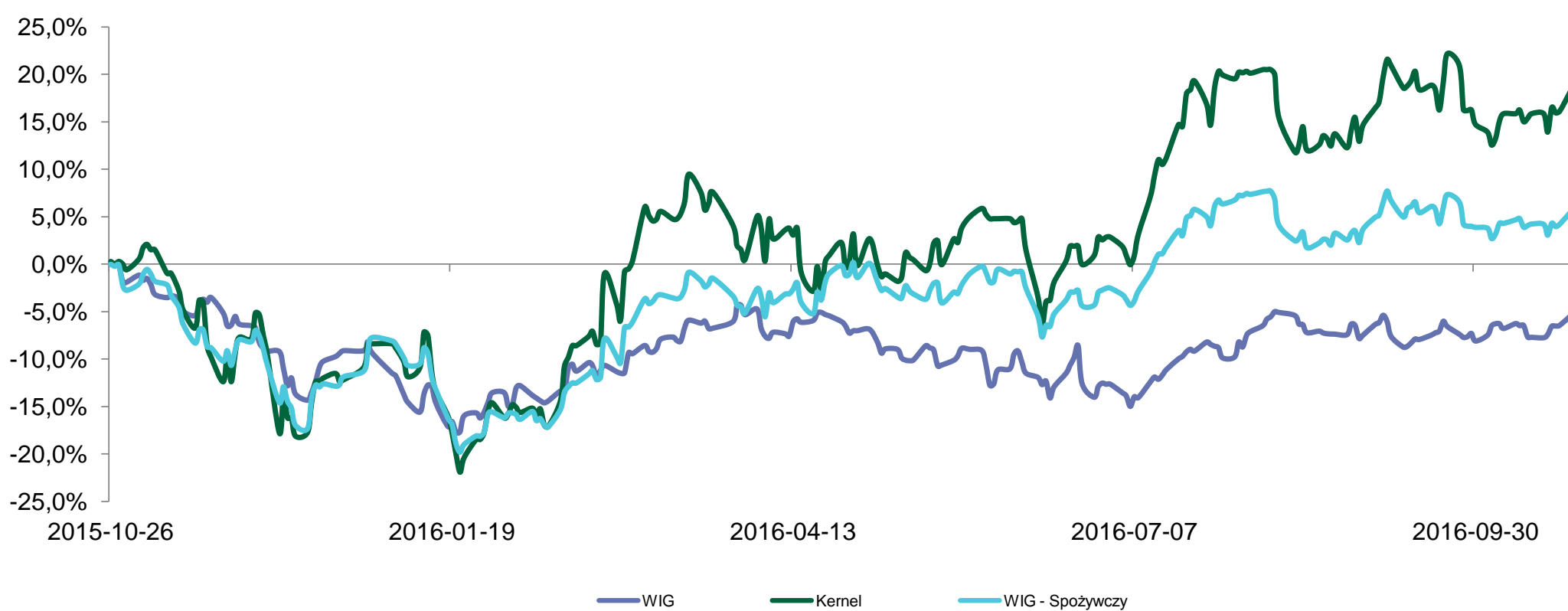
Komentarz do wyników operacyjnych za 3Q'16

Wolumeny	3Q '16	3Q '15	Dynamika r/r
Sprzedaż zbóż [tys. ton]	1182,6	927,4	27,5%
Sprzedaż oleju luzem [tys. ton]	167,3	158,2	5,8%
Sprzedaż oleju butelkowanego [mln litr]	22,3	17,7	26,2%
Przerób słonecznika [tys.ton]	280,0	417,9	-33,0%
Przeładunek zboża w terminalach [tys. ton]	1393,5	1167,7	19,3%

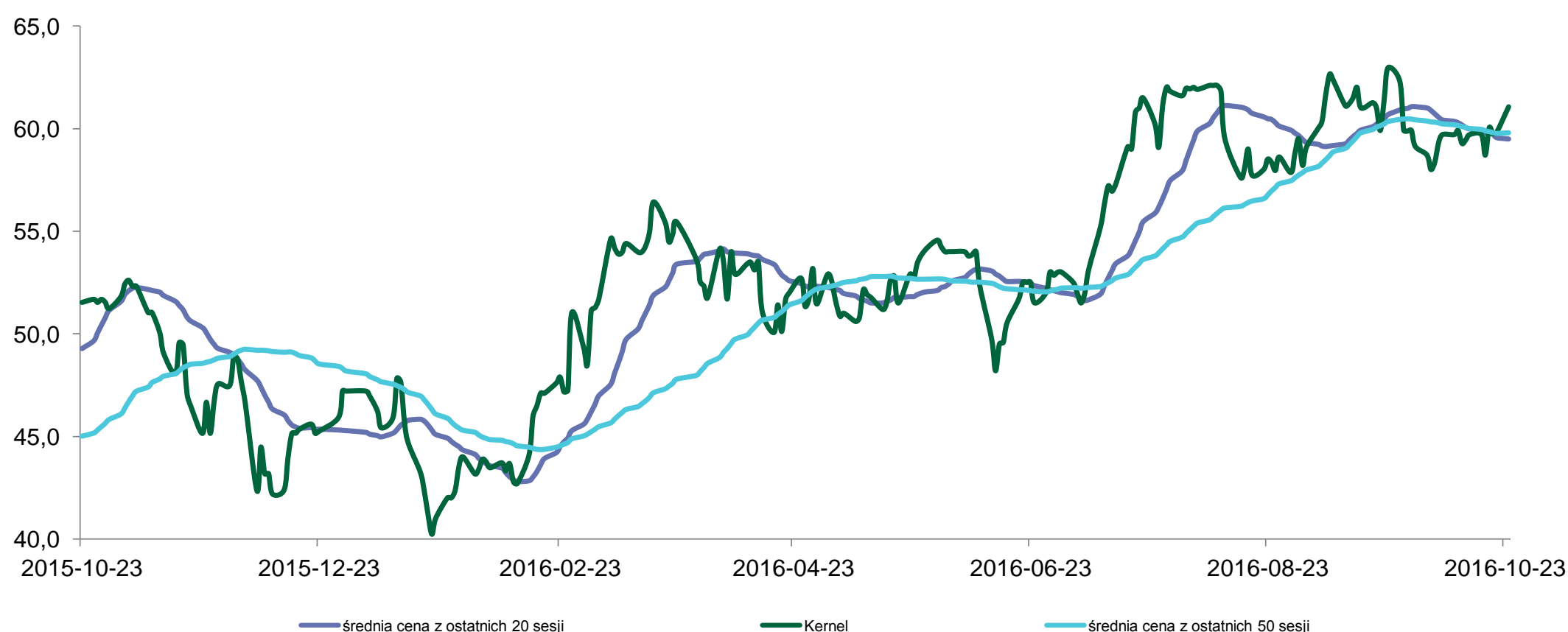
Pozytywnie oceniamy wzrost sprzedaży zbóż w tempie powyżej rynku- zbiory na Rosji i Ukrainie były wyższe o odpowiednio ok. 10% i 6% r/r. Warto zwrócić uwagę również na silne odbicie sprzedaży oleju butelkowanego, który jest wyżej marżowy względem oleju luzem. Natomiast niższy przerób słonecznika, który wynika z jego niskiej dostępności przed zbiorami, może wpływać na spadek wolumenów w segmentach związanych z olejem w kolejnym kwartale.

Spółka przedstawiła także pozytywne informacje dotyczące wydajności w segmencie produkcji zbóż - produkcja z hektara kukurydzy poprawiona została o 18,7%, a pszenicy o 15,1%. Łączny areał upraw na rok 2017 będzie o 1,4% r/r niższy i wyniesie 380,4 tys. hektarów.

Kernel vs WIG vs WIG - Spożywczy



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego

	telefon	adres email
Michał Krajczewski	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Krzysztof Choromański	22 507 52 92	k.choromanski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórnego

	telefon	adres email
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 329 43 55	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 329 43 24	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 329 43 22	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 329 43 54	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego

	telefon	adres email
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf