

piątek, 12 marca 2021 | aktualizacja raportu

Kernel: kupuj (podtrzymana)

KER PW; KER.WA | Przemysł spożywczy, Ukraina

Dobre perspektywy na 2021 rok

Wysokie ceny słonecznika (+155% r/r w UAH) zachęcają lokalnych rolników do zwiększenia areálu uprawy, co implikuje że w 2021 roku na Ukrainie pod tę roślinę obsiane zostanie prawie 7 mln ha (rekord). Duży zasiew z wysokim prawdopodobieństwem implikować będzie rekordowe zbiory słonecznika, a w efekcie mniejszą konkurencję o ziarno i wzrost marży na tłoczeniu w sezonie 2021/22. Dodatkowo Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy oczekuje, że w 2021 roku zbiory zbóż zbliżą się do 75 mln ton, co będzie najwyższym poziomem od 2019 roku. Kernel chcąc skorzystać ze sprzyjających wysokich cen zbóż do końca 1Q'21 zamierza zabezpieczyć ceny sprzedaży dla 75% wolumenu oczekiwanej w 2021 roku własnej produkcji rolnej. To implikować będzie utrzymanie wyniku EBITDA w segmencie produkcji realnej na poziomie ponad 200 mln USD w 2021/22 roku. Po fenomenalnych wynikach za IH'21 podnosimy naszą prognozę wyniku EBITDA Grupy na 2020/21 rok z 550 mln USD do 660 mln USD. Rekordowe w historii Spółki wyniki finansowe oraz perspektywa spadku wydatków inwestycyjnych po 2021 roku są naszym zdaniem gwarantem zwiększenia strumienia dywidendy do akcjonariuszy (oczekujemy 0,80 USD/akcja w 2021/22 roku i 1,17 USD/akcja w 2022/23 roku). Podwyższamy naszą cenę docelową z 62,93 PLN do 71,84 PLN oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

Ukraińcy stawiają na słonecznik

W sezonie 2021/22 uprawami ozimymi obsiano o 900 tys. ha mniej r/r. To efekt skoncentrowania się na uprawach, które najbardziej urosły cenowo w ostatnim roku. Na wiosnę według portalu Landlord ponad połowę planowego wzrostu areálu upraw jarych rolnicy planują obsiać słonecznikiem, który w UAH wzrósł o 155% w okresie ostatnich 12 miesięcy. Oznacza to, że areál słonecznika na Ukrainie może wzrosnąć prawie do 7 mln ha (nasza prognoza 6,8 mln ha +10% r/r), co stanowić będzie absolutny rekord. Wówczas produkcja słonecznika w sezonie 2021/2022 wzrośnie do poziomu 15,4 mln ton (+15% r/r), co stanowić będzie rekordowy poziom w historii. W efekcie wyższych zbiorów słonecznika, zakładamy, że mimo uruchomienia nowej tłoczni Kernel w Zachodniej Ukrainie stosunek zbiorów do zainstalowanych mocy przetwórczych wzrośnie do 78% vs. 71% w sezonie 2020/2021. Większa dostępność ziarna powinna pozytywnie wpływać na marżę uzyskiwaną przez tłocznie i odbicie rentowności w segmencie oleju Grupy Kernel.

Perspektywa wysokich zbiorów w 2021 roku na Ukrainie

Według informacji udzielonych przez Ministra Rolnictwa Ukrainy na początku marca w sezonie 2021/2022 zbiory zbóż sięgnąć mogą 75 mln ton i zrównają się z dotychczasowym rekordem z 2019 roku. Większy potencjał eksportowy pozytywnie przekładać się będzie na wolumeny i marżę osiąganą w segmencie infrastruktury Grupy Kernel.

(mln USD)	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P
Przychody	3 992,1	4 106,8	5 627,8	5 419,9	5 575,7
EBITDA	345,5	443,0	660,6	537,3	491,4
marża EBITDA	8,7%	10,8%	11,7%	9,9%	8,8%
EBIT	269,2	337,3	553,0	417,7	369,9
Zysk netto	189,5	117,9	306,9	246,6	204,9
P/E	6,4	10,4	4,0	5,0	6,0
P/CE	4,6	5,5	3,0	3,3	3,8
P/BV	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,5	5,1	3,6	4,1	4,3
DPS (USD)	0,25	0,25	0,42	0,80	1,17
DYield	1,7%	1,7%	2,9%	5,5%	8,0%

Cena bieżąca	54,00 PLN
Cena docelowa	71,84 PLN
Kapitalizacja	4,5 mld PLN
Free float	2,8 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,8 mln PLN

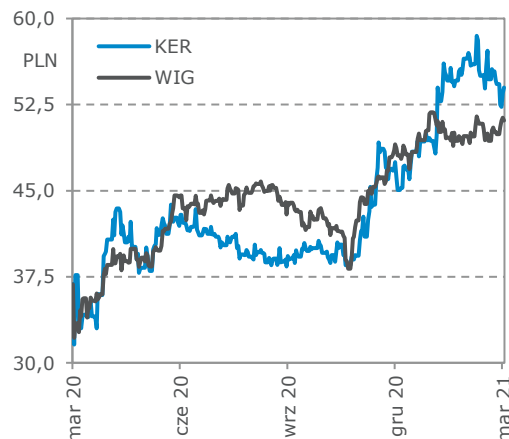
Struktura akcjonariatu

Namsen Ltd	39,16%
Pozostali akcjonariusze	60,84%

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. 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	71,84	62,93	kupuj	kupuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał
Kernel	54,00	71,84	+33,0%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	20/21	21/22	22/23
EBITDA	20,1%	8,7%	2,0%
Zysk netto	11,0%	16,6%	2,0%
Marża olej (USD/t)	-30,0%	1,6%	-4,0%
Marża infrastruktura (USD/t)	68,2%	-10,0%	-10,0%
Marża rolnictwo (USD/t)	29,2%	63,9%	56,6%
Przerób słonecznika (tys. t)	-5,7%	2,7%	2,6%
Wolumen rolnictwo (tys. t)	0,0%	0,0%	0,0%
Wolumen infr. (tys. t.)	-10,2%	-7,6%	-7,6%

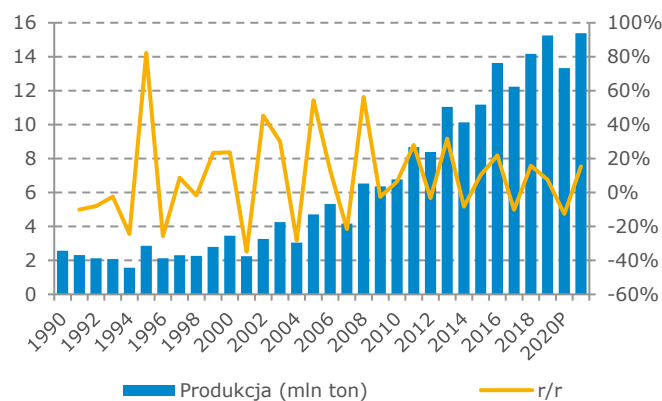
Analitik:

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl

Ukraińcy wybierają słonecznik

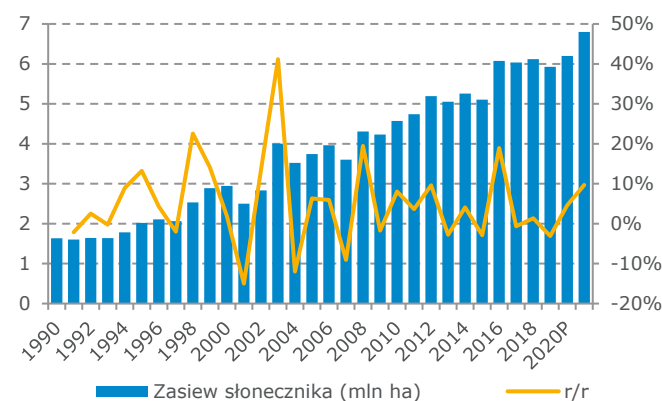
W sezonie 2021/22 uprawami ozimymi obsiano o 900 tys. ha mniej r/r. To efekt skoncentrowania się na uprawach, które najbardziej urosły cenowo w ostatnich dwunastu miesiącach. Na wiosnę według portalu Landlord ponad połowę planowego wzrostu areалу upraw jarych rolnicy planują obsiać słonecznikiem, który w UAH wzrósł o 155% w okresie ostatnich 12 miesięcy. Oznacza to, że **areal słonecznika na Ukrainie może wzrosnąć prawie do 7 mln ha** (nasza prognoza 6,8 mln ha +10% r/r), co stanowić będzie absolutny rekord. To równocześnie powoduje, że przy założeniu zbiorów z hektara na poziomie 5-cio letniej średniej produkcja słonecznika w sezonie 2021/2022 wzrośnie do poziomu 15,4 mln ton (+15% r/r), co stanowić będzie rekordowy poziom w historii.

Zbiory słonecznika na Ukrainie (LP; mln t) oraz zmiana r/r (PP; %)



Źródło: Urząd Statystyczny Ukrainy, mBank

Zasiewy słonecznika na Ukrainie (LP; mln ha) oraz jego zmiana r/r (PP; %)



Źródło: Urząd Statystyczny Ukrainy, mBank

W efekcie wyższych zbiorów słonecznika, zakładamy, że mimo uruchomienia nowej tłoczni Kernel w Zachodniej Ukrainie **stosunek zbiorów do zainstalowanych mocy przetwórczych wzrośnie do 78% vs. 71% w sezonie 2020/2021**. Większa dostępność ziarna powinna pozytywnie wpływać na marże uzyskiwane przez tłocznie, dlatego oczekujemy, że marże w segmencie oleju Grupy Kernel odnotują wzrost.

Marże modelowe na produkcji oleju słonecznikowego (w USD na tonę przetworzonego słonecznika)

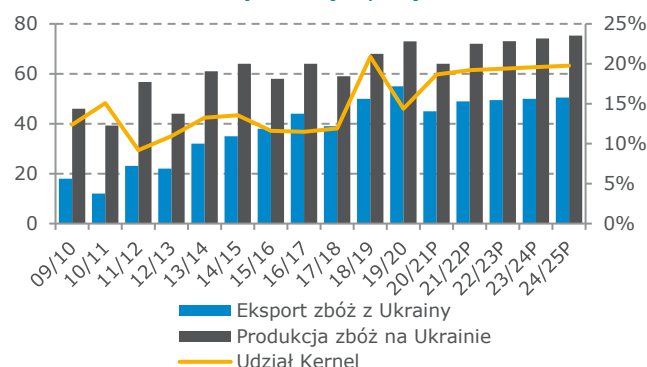


Źródło: Urząd Statystyczny Ukrainy, Kernel, mBank

Wyższe zbiory na Ukrainie

Według informacji udzielonych przez Ministra Rolnictwa Ukrainy na początku marca **w sezonie 2021/2022 zbiory zbóż sięgnąć mogą 75 mln ton** i zrównają się z dotychczasowym rekordem z 2019 roku. Większy potencjał eksportowy pozytywnie przekładać się będzie na wolumeny i marże osiągane w segmencie infrastruktury Grupy Kernel, choć w sezonie 2020/2021 nie zakładamy już żadnych ponadczasowych zysków osiąganych na tradingu zbożem (Avere).

Produkcja i eksport zbóż z Ukrainy (LP; mln t) oraz udział Kernel w eksporcie (PP; %)



Źródło: Urząd Statystyczny Ukrainy, mBank

Poprawa produkcji i pozytywny hedging

Przy wynikach za 4Q'20 **Kernel** poinformował, że **zabezpieczył już 1,4 mln ton sprzedaży zbóż ze zbiorów z 2021 roku po obecnych wysokich cenach** (prawie połowa prognozowanej przez nas sprzedaży). Do końca 1Q'21 Kernel planuje zabezpieczyć 75% wolumenu, co gwarantować będzie wysokie ceny sprzedaży własnej produkcji rolnej w sezonie 2021/2022. Naszym zdaniem wysokie zakontraktowane ceny gwarantować będą, że **EBITDA segmentu produkcji rolnej utrzymać będzie na poziomie powyżej 200 mln USD**.

Wycena

Wartość spółki Kernel szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 71,84 PLN.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	73,88
Wycena DCF	50%	53,94
	cena wynikowa	63,91
	cena docelowa za 9 m-cy	71,84

Wycena porównawcza

Wskaźniki Kernela porównujemy do spółek z regionu Ukrainy zajmujących się produkcją artykułów spożywczych i uprawą produktów rolnych oraz światowych producentów oleju roślinnego oraz handlarzy zbożem.

W wycenie uwzględniamy 40% dyskonto do spółek porównywalnych z uwagi na wyższe ryzyko inwestycji na Ukrainie, którym charakteryzuje się Kernel.

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			EV/EBITDA		
		2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ANDERSONS INC/THE	USA	20,7	17,0	-	8,3	-	-
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	USA	15,1	14,8	14,5	10,4	9,9	9,6
ASTARTA HOLDING NV	Ukraina	4,2	4,5	4,9	2,8	2,9	3,0
BUNGE LTD	USA	12,4	12,3	12,0	9,4	9,1	-
FELDA GLOBAL VENTURES	Malezja	20,6	19,1	21,6	5,8	7,3	6,0
GOLDEN AGRI-RESOURCES LTD	Singapur	9,6	10,2	5,4	5,5	5,4	-
GRAINCORP LTD-A	Australia	12,6	17,5	22,1	6,0	6,4	6,6
INDUSTRIAL MILK CO	Ukraina	10,8	-	-	6,3	-	-
MHP SA -GDR REG S	Ukraina	11,5	5,9	4,3	4,5	3,9	3,4
NISSHIN OILLIO GROUP LTD/THE	Japonia	13,5	13,1	12,4	7,8	7,5	7,0
WILMAR INTERNATIONAL LTD	Singapur	15,9	14,9	14,0	13,8	12,9	11,3
Maksimum		20,7	19,1	22,1	13,8	12,9	11,3
Minimum		4,2	4,5	4,3	2,8	2,9	3,0
Mediana		12,6	14,0	12,4	6,3	7,3	6,6
Kernel Holding		4,0	5,0	6,0	3,6	4,1	4,3
Premia (dyskonto)		-68,3%	-64,4%	-51,8%	-43,4%	-43,9%	-34,7%

Implikowana wycena

Mediana	12,6	14,0	12,4	6,3	7,3	6,6
Premia (dyskonto)	-40%	-40%	-40%	-40%	-40%	-40%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	20%	40%	40%	20%	40%	40%
Wartość firmy na akcję (USD)	20,5					
Wartość firmy na akcję (PLN)	73,9					

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka na Ukrainie = 13,0% (rentowność 10-letnich obligacji Skarbu Państwa kwotowanych w UAH). Pozostawiamy stopę wolną od ryzyka dla Ukrainy z uwagi na ryzyka polityczne.
- Wzrost FCF po roku 2030 = 2,0%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0, premię za ryzyko w kalkulacji kapitału własnego 5%.
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca 2019/20 roku.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec marca 2021 roku.

Założenia makroekonomiczne

Założenia do modelu	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
Kurs UAH / USD	26,61	27,28	28,00	27,50	26,00	25,00	24,00
zmiana (r/r)	1,5%	2,5%	2,6%	-1,8%	-5,5%	-3,8%	-4,0%
Cena ziaren słonecznika (USD)	414	395	439	785	700	700	700
Cena ziaren słonecznika (UAH)	11 026	10 776	12 287	21 588	18 200	17 500	16 800
Cena surowego oleju słonecznikowego (USD)	846	774	900	1 500	1 370	1 360	1 355
Cena oleju słonecznikowego (UAH)	22 499	21 129	25 188	41 250	35 620	34 000	32 520
Cena śrutu słonecznikowej (USD)	181	211	186	200	200	200	200
Cena śrutu słonecznikowej (UAH)	4 808	5 747	5 221	5 500	5 200	5 000	4 800
Modelowa marża (USD)*	85	82	90	65	80	75	73
Modelowa marża (UAH)*	2 265	2 232	2 523	1 783	2 074	1 887	1 760
Pszenica (USD)	189	217	194	230	195	195	195
Pszenica (UAH)	5 035	5 908	5 429	6 325	5 070	4 875	4 680
Jęczmień (USD/tona)	194	218	191	200	190	190	190
Jęczmień (UAH/tona)	5 167	5 937	5 352	5 500	4 940	4 750	4 560
Kukurydza (USD/tona)	180	170	192	230	190	190	190
Kukurydza (UAH/tona)	4 795	4 638	5 380	6 325	4 940	4 750	4 560
Soja (USD/tona)	439	365	408	730	651	651	651
Soja (UAH/tona)	11 672	9 968	11 424	20 071	16 922	16 271	15 620
Rzepak (USD/tona)	446	447	415	743	662	662	662
Rzepak (UAH/tona)	11 857	12 186	11 623	20 421	17 216	16 554	15 892
Wykorzystanie terminalów (tys. ton)	6 065	6 013	6 666	7 666	8 166	8 329	8 496
Wykorzystanie elewatorów (tys. ton)	4 646	10 444	7 902	8 402	9 402	9 590	9 782
Wielkość zbiorów w segmencie rolnictwa (tys. ton)	2 510	3 294	3 283	2 709	3 020	2 971	2 938
Ilość handlowanego zboża (tys. ton)	4 646	10 444	7 902	8 402	9 402	9 590	9 782
Ilość sprzedawanego oleju butelkowego (mln litrów)	119	131	137	139	141	143	145
Ilość sprzedawanego oleju luzem (tys. ton)	1 301	1 496	1 381	1 423	1 494	1 583	1 607
Ilość przerabianego słonecznika (tys. ton)	3 136	3 164	3 436	3 300	3 800	4 000	4 050

*marża modelowa = - cena słonecznika / 1,2 + 0,43 * cena oleju słonecznikowego + 0,37 * cena śrutu słonecznikowej

Źródło: mBank

Należności z tytułu nadpłaconego podatku VAT w Grupie Kernel

VAT (mln USD)	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
VAT zwrócony	265,0	331,7	392,2	507,7	521,4	548,8	555,7
VAT należności	114,7	117,9	132,7	143,1	153,8	165,0	176,3
VAT narosły wciągu okresu	244,5	334,9	407,1	518,1	532,0	560,0	567,0
VAT zwrócony / VAT narosły w okresie	108,4%	99,0%	96,3%	98,0%	98,0%	98,0%	98,0%

Źródło: mBank

Model DCF

(mln USD)	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	+
Przychody ze sprzedaży	5 627,8	5 419,9	5 575,7	5 643,9	5 716,0	5 781,4	5 827,8	5 873,2	5 919,1	5 976,2	5 980,7
zmiana	37,0%	-3,7%	2,9%	1,2%	1,3%	1,1%	0,8%	0,8%	0,8%	1,0%	0,1%
EBITDA	660,6	537,3	491,4	453,4	450,9	431,0	420,7	414,1	405,2	404,4	402,6
marża EBITDA	11,7%	9,9%	8,8%	8,0%	7,9%	7,5%	7,2%	7,1%	6,8%	6,8%	6,7%
Amortyzacja	107,6	119,6	121,4	123,4	125,6	127,8	130,5	132,9	135,5	138,0	137,8
EBIT	553,0	417,7	369,9	329,9	325,3	303,1	290,2	281,2	269,8	266,4	264,8
marża EBIT	9,8%	7,7%	6,6%	5,8%	5,7%	5,2%	5,0%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%
Opodatkowane EBIT	31,0	20,4	17,0	14,0	13,7	12,1	11,1	10,4	9,5	9,3	9,2
NOPLAT	522,0	397,3	352,9	315,9	311,6	291,1	279,1	270,8	260,2	257,1	255,6
CAPEX	-322,0	-106,0	-120,0	-122,4	-124,8	-127,3	-129,9	-132,5	-135,1	-137,8	-137,8
Kapitał obrotowy	-114,8	-49,6	-32,0	-24,3	-25,1	-24,4	-22,8	-20,9	-20,9	-21,8	-18,1
FCF	192,8	361,3	322,4	292,7	287,2	267,2	256,9	250,4	239,7	235,4	237,4
WACC	15,1%	15,3%	15,5%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,5%
współczynnik dyskonta	1,11	0,96	0,84	0,72	0,62	0,54	0,47	0,40	0,35	0,30	0,26
PV FCF	214,3	348,6	269,3	211,5	179,5	144,4	120,2	101,4	84,1	71,5	62,4

WACC	15,1%	15,3%	15,5%	15,5%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,5%	15,5%	15,5%
Koszt długu	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Stopa wolna od ryzyka	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Premia za ryzyko	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Efektywna stopa podatkowa	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Dług netto / EV	48,0%	44,4%	42,4%	41,4%	40,7%	40,6%	40,7%	40,8%	41,0%	41,3%	41,1%
Koszt kapitału własnego	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,0%
Wartość rezydualna (TV)	1 753,0
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	532,6
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	1 744,8
Wartość firmy (EV)	2 277,4
Dług netto	1 016,8
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0
Udziałowcy mniejszościowi	1,5
Wartość firmy	1 259,1
Liczba akcji (mln)	84,0
Wartość firmy na akcję (USD)	15,0
9-miesięczny koszt kapitału własnego	12,4%
Cena docelowa (USD)	16,8
Cena docelowa (PLN)	60,6
EV/EBITDA ('20/21) dla ceny docelowej	3,9
P/E ('20/21) dla ceny docelowej	4,6
Udział TV w EV	23,4%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%
WACC +1,0 p.p.	62,8	64,3	66,0	68,0	72,9
WACC +0,5 p.p.	65,1	66,8	68,6	70,8	76,3
WACC	67,5	69,3	60,6	73,8	80,0
WACC -0,5 p.p.	70,1	72,1	74,4	77,1	84,1
WACC -1,0 p.p.	72,8	75,0	77,6	80,6	88,5

Rachunek wyników

(mln USD)	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
Przychody ze sprzedaży	2 403,0	3 992,1	4 106,8	5 627,8	5 419,9	5 575,7	5 643,9
zmiana	10,8%	66,1%	2,9%	37,0%	-3,7%	2,9%	1,2%
Oleje roślinne	1 393,5	1 493,0	1 547,0	2 596,0	2 529,6	2 652,9	2 683,2
Infrastruktura i handel	1 076,8	3 197,0	3 426,0	3 910,1	3 786,5	3 848,4	3 917,4
Rolnictwo	470,5	602,0	604,0	944,0	900,5	890,7	880,3
Inne	-537,7	-1 300,0	-1 471,0	-1 822,4	-1 796,7	-1 816,4	-1 837,0
Koszty wytworzenia	2 107,7	3 337,1	3 281,6	4 518,6	4 409,5	4 600,0	4 696,4
Koszty zarządu	80,0	106,5	131,7	158,1	162,8	167,7	172,7
Koszty sprzedaży	153,6	307,5	363,2	377,9	409,4	417,5	424,2
Pozostała działalność operacyjna netto	59,1	28,2	7,0	20,3	20,4	20,5	20,6
w tym rewaluacja aktywów biologicznych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA Oleje roślinne	76,7	109,0	151,8	92,8	177,3	174,5	165,0
EBITDA Infrastruktura i handel	100,8	105,0	215,8	375,7	197,0	197,0	196,9
EBITDA Rolnictwo	88,7	182,0	134,2	284,4	207,5	163,1	130,8
EBITDA Inne	-43,7	-50,5	-58,8	-92,4	-44,5	-43,2	-39,3
EBIT	139,6	269,2	337,3	553,0	417,7	369,9	329,9
zmiana	-47,3%	92,9%	25,3%	63,9%	-24,5%	-11,4%	-10,8%
marża EBIT	5,8%	6,7%	8,2%	9,8%	7,7%	6,6%	5,8%
Wynik na działalności finansowej	-90,7	-77,8	-198,8	-140,1	-145,7	-143,0	-142,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	50,1	190,4	144,8	412,9	272,0	226,9	187,1
Podatek dochodowy	-5,9	11,9	22,1	31,0	20,4	17,0	14,0
Udziałowcy mniejszościowi	-3,8	11,0	-4,9	-75,0	-5,0	-5,0	-5,0
Zysk netto	52,1	189,5	117,9	306,9	246,6	204,9	168,1
zmiana	-70,4%	263,4%	-37,8%	160,4%	-19,7%	-16,9%	-18,0%
marża	2,2%	4,7%	2,9%	5,5%	4,6%	3,7%	3,0%
Amortyzacja	83,0	76,3	105,7	107,6	119,6	121,4	123,4
EBITDA	222,5	345,5	443,0	660,6	537,3	491,4	453,4
zmiana	-30,3%	55,3%	28,2%	49,1%	-18,7%	-8,6%	-7,7%
marża EBITDA	9,3%	8,7%	10,8%	11,7%	9,9%	8,8%	8,0%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	82,7	82,9	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
EPS	0,63	2,29	1,40	3,65	2,93	2,44	2,00
CEPS	1,63	3,21	2,66	4,93	4,36	3,88	3,47
ROAE	4,5%	14,0%	7,9%	17,4%	12,7%	10,0%	7,9%
ROAA	2,4%	7,7%	3,7%	8,8%	6,9%	5,6%	4,5%

Bilans

(mln USD)	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
AKTYWA	2 210,5	2 463,6	3 164,7	3 481,9	3 598,2	3 664,3	3 734,1
Majątek trwały	1 006,2	1 207,2	1 633,7	1 851,3	1 842,0	1 846,0	1 851,7
Wartość niematerialne i prawne	104,5	114,9	68,1	90,3	91,9	95,9	101,1
Rzeczowe aktywa trwałe	588,1	764,7	1 331,7	1 527,1	1 516,1	1 516,2	1 516,6
Wartość firmy	103,7	107,7	123,5	123,5	123,5	123,5	123,5
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	186,8	207,0	101,3	101,3	101,3	101,3	101,3
Długoterminowe RM	23,2	12,8	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Majątek obrotowy	1 204,3	1 256,4	1 531,0	1 630,6	1 756,2	1 818,2	1 882,5
Zapasy	368,5	357,6	303,4	364,9	404,3	415,9	421,8
Należności krótkoterminowe	205,7	313,0	364,2	502,7	489,2	508,1	519,4
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	94,0	81,4	109,4	109,4	109,4	109,4	109,4
Środki pieniężne	132,0	76,8	369,1	205,0	308,2	331,6	370,6
Krótkoterminowe RM	114,7	118,6	132,7	143,1	153,8	165,0	176,3
(mln USD)	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
PASYWA	2 210,5	2 463,6	3 164,7	3 481,9	3 598,2	3 664,3	3 734,1
Kapitał własny	1 170,7	1 350,9	1 492,7	1 764,3	1 943,7	2 050,0	2 115,6
Kapitał akcyjny	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Kapitał zapasowy	521,8	521,8	540,3	540,3	540,3	540,3	540,3
Zysk z lat ubiegłych	1 318,9	1 490,0	1 584,3	1 856,0	2 035,3	2 141,6	2 207,2
Udziały mniejszości	6,9	-4,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania długoterminowe	601,1	668,5	1 258,0	1 258,0	1 258,0	1 258,0	1 258,0
Dług	497,6	559,7	1 231,3	1 231,3	1 231,3	1 231,3	1 231,3
Zobowiązania krótkoterminowe	431,8	449,1	412,6	458,1	395,1	354,9	359,1
Zobowiązania handlowe	178,5	241,0	257,9	353,5	340,4	350,2	354,5
Dług	253,2	208,1	154,7	104,7	54,7	4,7	4,7
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług	750,9	767,8	1 386,0	1 336,0	1 286,0	1 236,0	1 236,0
Dług netto	618,8	691,0	1 016,8	1 130,9	977,7	904,3	865,3
(Dług netto / Kapitał własny)	52,9%	51,2%	68,1%	64,1%	50,3%	44,1%	40,9%
(Dług netto / EBITDA)	2,8	2,0	2,3	1,7	1,8	1,8	1,9
BVPS	14,2	16,3	17,8	21,0	23,1	24,4	25,2

Przepływy pieniężne

(mln USD)	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
Przepływy operacyjne	82,5	320,2	269,4	330,2	417,1	380,0	351,7
Zysk netto	52,1	189,5	117,9	306,9	246,6	204,9	168,1
Amortyzacja	83,0	76,3	105,7	107,6	119,6	121,4	123,4
Kapitał obrotowy	-63,1	-173,3	-70,6	-114,8	-49,6	-32,0	-24,3
Pozostałe	10,5	227,7	116,3	30,5	100,5	85,7	84,5
Przepływy inwestycyjne	-155,7	-241,4	-202,7	-322,0	-106,0	-120,0	-122,4
CAPEX	-179,0	-233,8	-172,6	-322,0	-106,0	-120,0	-122,4
Inwestycje kapitałowe	23,3	-7,6	-30,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	76,1	29,1	224,1	-170,4	-207,9	-236,6	-190,3
Dług	97,6	61,3	273,7	-50,0	-50,0	-50,0	0,0
Dywidendy/buy-back	-20,5	-20,5	-21,0	-35,3	-67,2	-98,6	-102,5
Odsetki	0,0	0,0	0,0	-87,9	-93,1	-91,0	-91,2
Pozostałe	0,0	-11,1	-1,0	2,9	2,4	3,0	3,3
Zmiana stanu środków pieniężnych	2,9	107,9	290,8	-162,2	103,2	23,4	39,0
Środki pieniężne na koniec okresu	90,1	197,9	367,2	205,0	308,2	331,6	370,6
DPS (USD)	0,25	0,25	0,25	0,42	0,80	1,17	1,22
FCF	-13,7	-73,4	177,7	192,8	361,3	322,4	292,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-7,4%	-5,9%	-4,2%	-5,7%	-2,0%	-2,2%	-2,2%

Wskaźniki rynkowe

	17/18	18/19	19/20	20/21P	21/22P	22/23P	23/24P
P/E	23,1	6,4	10,4	4,0	5,0	6,0	7,3
P/CE	8,9	4,6	5,5	3,0	3,3	3,8	4,2
P/BV	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
P/(BV-goodwill)	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
P/S	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
FCF/EV	-0,7%	-3,9%	7,9%	8,2%	16,4%	15,1%	14,0%
EV/EBITDA	8,2	5,5	5,1	3,6	4,1	4,3	4,6
EV/EBIT	13,1	7,0	6,7	4,3	5,3	5,8	6,3
EV/S	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
CFO/EBITDA	37,1%	92,7%	60,8%	50,0%	77,6%	77,3%	77,6%
DYield	1,7%	1,7%	1,7%	2,9%	5,5%	8,0%	8,4%
Cena (USD)	14,59	14,59	14,59	14,59	14,59	14,59	14,59
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	82,7	82,9	84,0	84,0	84,0	84,0	84,0
MC (mln USD)	1 206,4	1 209,7	1 226,4	1 226,4	1 226,4	1 226,4	1 226,4
Kapitał udział. mniej. (mln USD)	6,9	-4,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
EV (mln USD)	1 832,1	1 895,8	2 244,7	2 358,8	2 205,6	2 132,2	2 093,2

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 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. Prostej 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

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 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, 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 12 marca 2021 o godzinie 07:54.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 12 marca 2021 o godzinie 08:27.

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 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

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	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	trzymaj
data wydania	2021-01-27	2020-12-08	2020-11-05	2020-09-23	2020-06-03
cena docelowa (PLN)	62,93	57,39	53,66	56,35	44,58
kurs z dnia rekomendacji	54,50	46,75	39,00	39,90	43,80

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@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 Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniatowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

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

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

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

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

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl