

Кернел (KER PW)

В ожидании улучшения финансовых результатов

Владимир Ланда, landa@ufc-capital.com

Феликс Фурман, furman@ufc-capital.com

10 августа 2012 г.

Агробизнес

	Sales (\$mln)	EBITDA (\$mln)	Net income (\$mln)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2010ФГ	1020.5	190.0	151.7	1.72	2.33	12.50	11.54
2011ФГ	1899.1	310.0	226.0	0.92	1.25	7.66	7.75
01.04.2011-31.03.2012	2063.2	289.5	99.0	0.85	1.15	8.21	17.69
2012П	2179.4	309.6	197.0	0.80	1.09	7.67	8.89

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

2010ФГ – период с 1 июля 2009 г. по 30 июня 2010 г. 2011ФГ – период с 1 июля 2010 г. по 30 июня 2011 г. 2012П – период с 1 января 2012 г. по 31 декабря 2012 г.

«Кернел» - крупнейшая в Украине вертикально-интегрированная агропромышленная компания, лидер украинского рынка бутилированного подсолнечного масла и один из крупнейших украинских экспортеров зерновых культур. Последний год компания проявляет огромную активность в сфере M&A, что способствует укрупнению, а также усилению диверсификации ее бизнеса.

Профиль компании

- «Кернел» является лидером по экспорту подсолнечного масла из Украины. Компания экспортирует сырое, рафинированное и бутилированное подсолнечное масло, а кроме того, входит в тройку крупнейших украинских экспортеров зерновых культур.
- Акции «Кернела» входят в состав польского фондового индекса WIG20 Варшавской Фондовой биржи (WSE) с весом 2.4% и неплохим уровнем ликвидности. С момента листинга акции «Кернела» выросли в 2.28 раза, тогда как индекс WIG20 индекс за это же время снизился на 51.8%.
- «Кернел» - первая иностранная компания на WSE, акции которой стали базовым активом для фьючерсных контрактов. Первая серия фьючерсных контрактов была введена в обращение 16 декабря 2011 г.
- После приобретения в апреле 2012 г. двух сельскохозяйственных предприятий с земельным банком 119.2 тыс. га за \$98 млн. земельный банк «Кернела» составил 330 тыс. га, а мощности по хранению зерна увеличились на 325 тыс. т до 2.7 млн. т.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$21.98

Справедливая цена: \$30.06

Потенциал роста: 37%

Торговая информация

Торговая площадка WSE

Валюта котировок PLN

Тиккер Bloomberg **KER PW**

Минимум за 12 мес., \$ 14.75

Максимум за 12 мес., \$ 23.89

Структура акционеров

Namsen LTD 38.2%

Другие 61.8%

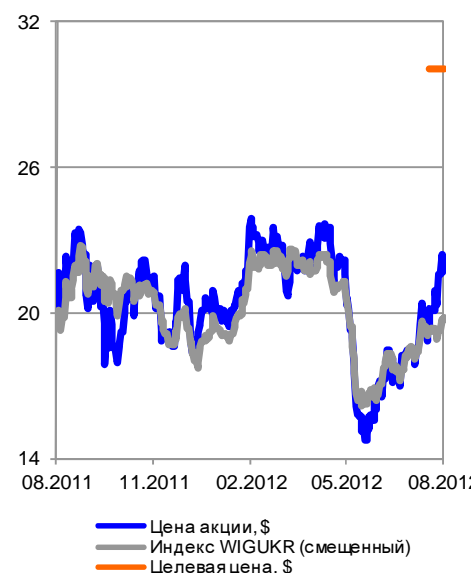
Структура капитала

Количество акций 79 683 410

Капитализация, \$ млн. 1 751.4

Чистый долг, \$ млн. 623.7

EV, \$ млн. 2 375.1



-
- ▶ На годовом собрании акционеров совету директоров было предоставлено право выпустить в течение пяти лет до 2.55 млн. новых акций, что составляет 3.2% от общего количества акций, находящихся в обращении. Запланированная эмиссия акций, скорее всего, рассчитана на выполнение опционов в рамках программы поощрения менеджмента.
 - ▶ В первом квартале 2012 г. больше 61.1% выручки компании пришлось на подсолнечное масло, 37.1% - на зерновые культуры.
 - ▶ В январе-марте 2012 г. чистая прибыль компании снизилась в 2.3 раза г/г до \$33.8 млн., показатель EBITDA упал на 30.6% г/г до \$62.5 млн. Компания объясняет ухудшение результатов резким падением рентабельности зернового экспорта, усугубленным налоговыми изменениями для экспортеров. При этом мы ожидаем существенного улучшения финансовых результатов компании в последующих трех кварталах, благодаря росту цен на зерно в третьем квартале, реализации накопленных запасов зерна, а также увеличению производства масличных культур на 16% за счет введения в оборот новых производственных мощностей.
 - ▶ В начале 2011 г. «Кернел» приобрел 100%-ную долю компании «Русские Масла», производителя подсолнечного масла в России. Стоимость приобретаемой компании оценивается в \$60 млн. Суммарная дополнительная мощность трех заводов, которые приобретены в рамках транзакции, составляет 400 000 т семян подсолнечника в год. «Кернел» ожидает, что в течение 2012 финансового года данное приобретение позволит получить дополнительную EBITDA порядка \$20 млн. Данная сделка дает возможность компании географически диверсифицировать свою деятельность и получить выгоды от высокого урожая подсолнечника в России - втором в мире производителе и третьим в мире экспортере подсолнечного масла.
 - ▶ В июне 2011 г. «Кернел» подписал соглашение на право покупки 100% акций перерабатывающего завода Black Sea Industries (BSI), расположенного рядом с зерновым терминалом компании в Ильичевском порту. Стоимость сделки составляет \$140 млн. при условии отсутствия долговых обязательств и денежных средств.
 - ▶ «Кернел» планирует построить в России маслоэкстракционный завод мощностью переработки 600 тыс. т семян подсолнечника в год, увеличив собственные маслоэкстракционные мощности в России до 1 млн. т в год. В этот проект «Кернел» намерен инвестировать около \$100 млн. в течение двух лет.
 - ▶ Согласно нашему прогнозу, в 2012 г. «Кернел» получит \$197 млн. чистой прибыли. Чистый доход компании достигнет \$2.18 млрд., что на 10% выше, чем годом ранее. EBITDA изменится не столь существенно и составит \$309.6 млн.

- Риски повторного введения мер по ограничению экспорта зерна со стороны государства все еще остаются актуальными из-за высоких потерь урожая в текущем сезоне.
- Благодаря активности на рынке M&A «Кернел» остается одной из наиболее быстро растущих компаний в отрасли. В рамках диверсификации «Кернел» приобрел 71% акций одного из крупнейших производителей сахара в Украине компании «Укррос» за \$42 млн. Помимо прочего, в состав агрохолдинга вошли сахарные заводы с мощностями по переработке 22 тыс. т сахарной свеклы в сутки и элеваторные мощности для хранения 87 тыс. т зерна.
- «Кернел» постоянно сотрудничает с международными финансовыми компаниями на кредитном рынке. По состоянию на 31 марта 2012 г. чистый долг компании достиг \$623.7 млн. Отметим, что возвращение привлеченных кредитов разбито во времени, что снижает риски невыполнения агрохолдингом своих обязательств перед кредиторами.

Оценка справедливой стоимости компании

Для расчета справедливой стоимости акций «Кернела» мы провели сравнение нашего прогноза финансовых показателей «Кернела» на 2012 г. с текущей отчетностью компаний-аналогов. В качестве аналогов мы отобрали производителей растительных масел, прежде всего располагающих собственным земельным банком и диверсифицирующих свою деятельность путем производства зерновых и других культур.

«Кернел» и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Страна	Капитализация	EV	Продажи	EBITDA	Чистая прибыль
MHP SA -GDR REG S	Украина	1 375.1	2 275.0	1 279.9	429.0	273.4
CRESUD S.A.C.I.F.Y A.	Аргентина	630.9	1 815.7	701.5	193.2	30.0
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа-Новая Гвинея	1 925.0	3 484.7	1 216.8	525.1	119.3
PP LONDON SUMATRA INDONESIA	Индонезия	2 069.4	1 829.6	475.9	226.8	169.5
SOCFINAF	Люксембург	462.6	606.5	452.1	179.1	153.8
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Индонезия	241.7	1 058.2	446.7	157.9	63.3
SIPEF NV	Бельгия	701.8	680.9	327.4	125.8	84.7
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Индонезия	573.2	609.6	297.6	65.5	35.3
BUKIT DARAH PLC	Шри-Ланка	541.3	962.9	547.2	136.7	40.0
ANGLO-EASTERN PLANTATIONS	Великобритания	462.6	719.6	404.1	160.5	101.3
CASA GRANDE SAA	Перу	418.5	499.7	212.6	116.4	96.8
KENCANA AGRI LTD	Индонезия	313.8	363.6	276.9	14.7	16.6
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобритания	293.3	601.0	230.5	111.7	70.9
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Индия	112.8	229.8	865.8	31.8	12.8
Всего (компании-аналоги):		10 122.0	15 736.8	7 735.0	2 474.2	1 267.8
Кернел (2012П)	Украина	1751.4	2375.1	2179.4	309.6	197.0

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Для оценки мы использовали прогноз финансовых результатов «Кернела» на 2012 г. и компаний-аналогов за последние доступные четыре квартала.

Кернел и компании-аналоги: мультипликаторы

Компания	Страна	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
MHP SA -GDR REG S	Украина	1.07	1.78	5.30	5.03
CRESUD S.A.C.I.F.Y A.	Аргентина	0.90	2.59	9.40	21.02
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа-Новая Гвинея	1.58	2.86	6.64	16.13
PP LONDON SUMATRA INDONESIA	Индонезия	4.35	3.84	8.07	12.21
SOCFINAF	Люксембург	1.02	1.34	3.39	3.01
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Индонезия	0.54	2.37	6.70	3.82
SIPEF NV	Бельгия	2.14	2.08	5.41	8.29
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Индонезия	1.93	2.05	9.31	16.24
BUKIT DARAH PLC	Шри-Ланка	0.99	1.76	7.05	13.52
ANGLO-EASTERN PLANTATIONS	Великобритания	1.14	1.78	4.48	4.56
CASA GRANDE SAA	Перу	1.97	2.35	4.29	4.32
KENCANA AGRI LTD	Индонезия	1.13	1.31	24.72	18.87
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобритания	1.27	2.61	5.38	4.14
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Индия	0.13	0.27	7.22	8.83
Всего (компании-аналоги):		1.31	2.03	6.36	7.98
Кернел (2012П)	Украина	0.80	1.09	7.67	8.89

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

В оценке мы использовали мультипликаторы P/E, EV/EBITDA, EV/S и P/S которым присвоили одинаковый вес при расчете итоговой целевой стоимости компании.

Расчет справедливой стоимости

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста, %
P/S (2012П)	35.79	0.25	63%
EV/S (2012П)	47.82	0.25	118%
P/E (2012П)	19.74	0.25	-10%
EV/EBITDA (2012П)	16.89	0.25	-23%
Итоговая оценка	30.06	1.00	37%

Источник: расчеты UFC Capital.

Таким образом, используя сравнительную оценку, мы получили цену компании, которая составила **\$30.06**, что предполагает потенциал роста **37%**. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции компании.

Ключевые финансовые показатели

	2010ФГ	2011ФГ	01.04.2011-31.03.2012	2012П
Объём продаж (чистый доход)	1020.5	1899.1	2063.2	2179.4
Прибыль от операционной деятельности	167.5	277.3	231.1	244.4
Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения	151.6	208.4	179.1	188.5
Чистая прибыль	151.7	226.0	99.0	197.0
Активы	1124.8	1561.9	2243.3	2712.2
Краткосрочные обязательства	352.2	395.0	737.8	979.6
Долгосрочные обязательства	167.7	169.6	312.3	314.7
Собственный капитал	604.9	997.3	1193.1	1281.5
EBITDA	190.0	310.0	289.5	309.6

Источники: данные компании, расчеты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2012 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.
Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала.
Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников.
Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.