

Кернел

Акции компании входят в число 20 самых ликвидных на Варшавской бирже

5 апреля 2011 г.

Владимир Ланда, landa@ufc-capital.com

Сельское хозяйство

Феликс Фурман, furman@ufc-capital.com

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/EBITDA	P/E
2008	663.1	105.1	83.2	3.14	26.43	25.00
2009	1 047.1	177.6	135.5	1.99	15.64	15.35
2010 Оц.	1419.8	236.6	154.2	1.46	11.74	13.49

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Кернел» - крупнейшая в Украине вертикально-интегрированная агропромышленная компания, лидер украинского рынка бутилированного подсолнечного масла и один из крупнейших украинских экспортеров зерновых культур. Общая мощность переработки на заводах компании составляет 2.2 млн. т подсолнечника в год.

- ▶ «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.
- ▶ Оперативный контроль над компанией осуществляет народный депутат Украины Андрей Веревский.
- ▶ В рамках диверсификации деятельности в марте 2011 г. «Кернел» заключил опцион на покупку 71%-ного пакета одного из крупнейших производителей сахара в Украине компании «Укррос» за \$42 млн. Сделка будет завершена после одобрения Антимонопольного комитета Украины (АМКУ).
- ▶ После одобрения сделки АМКУ, земельный банк «Кернела» увеличится на 93 тыс. га до 180 тыс. га, что в условиях либерализации земельного рынка Украины и ожиданий увеличения стоимости земли будет способствовать укреплению позиций компании. Также в состав агрохолдинга войдут сахарные заводы с мощностями по переработке 22 тыс. т сахарной свеклы в сутки и элеваторные мощности для хранения 87 тыс. т зерна.

ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$26.30

Справедливая цена: \$33.83

Потенциал роста: 29%

Торговая информация

Торговая площадка	WSE
Валюта котировок	PLN
Тиккер Bloomberg	KER PW
Минимум за 12 мес., \$	17.36
Максимум за 12 мес., \$	30.09

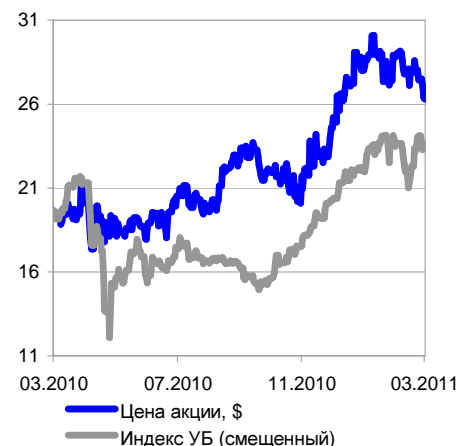
Структура акционеров

Namsen LTD	41.4%
Другие	58.6%

Структура капитала

Количество акций	79 074 410*
Капитализация, \$ млн.	2 079.7
Чистый долг, \$ млн.	555.9
EV, \$ млн.	2 635.6

* - после размещения, назначенного на 6 апреля.



-
- ▶ Варшавская Фондовая биржа (WSE) в марте 2011 г. включила акции «Кернела» в состав польского фондового индекса WIG20. Вес компании в индикаторе составляет порядка 2%. Являясь одним из наиболее ликвидных инструментов на Варшавской бирже, акции компании с момента листинга 23 ноября 2007 г. до 1 апреля 2011 г. подорожали более чем в 3 раза до PLN76.6 .
 - ▶ В августе 2010 г. компания привлекла синдицированную кредитную линию в размере \$260 млн., но уже в декабре того же года увеличила ее на \$100 млн. Необходимость в дополнительном финансировании вызвана резким ростом стоимости семян подсолнечника.
 - ▶ Рейтинговое агентство Fitch присвоило Kernel Holding S.A. (Люксембург), долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) в иностранной и национальной валютах «В» и «В+» соответственно.
 - ▶ В начале 2011 г. «Кернел» увеличил акционерный капитал на 0.66%, выпустив акции в рамках программы поощрения менеджмента. Кроме этого, компания разместила 5.4 млн. новых акций по цене около \$26.0 за акцию среди институциональных инвесторов и планирует направить привлеченные средства для финансирования стратегии роста «Кернела», включая потенциальные приобретения. Отметим, что мажоритарный акционер агрохолдинга – компания Андрея Вереvского Namsen Limited предоставит часть принадлежащих ей акций для ускорения процесса расчетов с последующим восстановлением своего пакета за счет допэмиссии.
 - ▶ Привлеченные в ходе эмиссии средства могут быть направлены на приобретение ряда агрохозяйств в Центральной Украине, с земельным банком около 150 тыс. га; глубоководного зернового терминала на Черном море с пропускными способностями 2.5 млн. т ежегодно. Также «Кернел» планирует купить маслоэкстракционные предприятия в Украине с перерабатывающими мощностями около 300 тыс. т в год. Оценочная стоимость реализации всех вышеперечисленных проектов составит \$360-\$370 млн. Если учесть, что в рамках допэмиссии планируется привлечь лишь \$140.3 млн., а внутренние ресурсы компании ограничены то основным источником покрытия расходов станет долговое финансирование, что создает определенные риски для компании. К 2012 г. благодаря новым приобретениям, в том числе покупке «Сахарного союза “Укррос”», по оценкам самого холдинга, его EBITDA вырастет на \$105 млн.

Оценка справедливой стоимости компании

Для расчета справедливой стоимости акций «Кернела» мы провели сравнение последних доступных показателей компании 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. Поскольку мы считаем, что вероятность закрытия сделки по приобретению контрольного пакета компании «Укррос» превышает 90%, при оценке мы консолидируем показатели приобретаемой компании. Кроме того, в расчетах учтена дополнительная эмиссия 5.4 млн. акций, назначенная на 6 апреля 2011 г.

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

Компания	Страна	Капитализация	EV	Продажи EBITDA		Чистая прибыль
MHP SA -GDR REG S	Украина	1 937.1	2 420.1	884.8	305.8	204.9
CRESUD S.A.C.I.F.Y A.	Аргентина	918.1	1 302.3	519.9	204.7	37.2
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа- Новая Гвинея	2 084.5	2 521.3	756.8	282.4	397.6
PP LONDON SUMATRA INDONES PT	Индонезия	1 782.1	1 648.8	412.5	184.1	118.6
SOCFINAF	Люксембург	548.5	586.9	403.9	117.7	85.8
GRANDS MOULINS DE STRASBOURG	Франция	189.0	260.8	342.5	25.9	11.4
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Индонезия	544.6	1 381.8	344.9	154.2	92.5
STE INTERNAT PLANTS HEVEAS	Франция	618.4	610.1	330.6	106.9	76.6
SIPEF NV	Бельгия	860.8	825.2	298.2	99.3	90.6
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Индонезия	651.0	634.5	265.3	68.0	51.9
BUKIT DARAH PLC	Шри-Ланка	1 116.3	1 214.0	216.3	70.5	26.3
CASA GRANDE SAA	Перу	492.0	530.1	171.9	109.5	84.7
KENCANA AGRI LTD	Индонезия	378.0	462.6	120.6	15.4	18.1
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобритания	400.4	529.1	155.6	78.2	56.5
MEWAH INTERNATIONAL INC	Сингапур	1 170.0	1 257.9	2 798.9	106.0	73.2
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Индия	295.1	444.9	655.2	26.0	8.6
ZARNENI HRANI BULGARIA AD-SO	Болгария	79.1	140.1	126.8	-1.6	5.3
Всего (компании-аналоги)		12 984.6	17 175.0	5 498.3	1931.0	1417.0
<i>Кернел 2010 Оц.</i>	<i>Украина</i>	<i>2 079.7</i>	<i>2 635.6</i>	<i>1 419.8</i>	<i>236.6</i>	<i>154.2</i>
<i>Укррос 2010 Оц.</i>	<i>Украина</i>	<i>-</i>	<i>109.0</i>	<i>106.9</i>	<i>30.0</i>	<i>15.3</i>
<i>Кернел, после поглощения компании Укррос 2010 Оц.</i>	<i>Украина</i>	<i>2 079.7</i>	<i>2744.6</i>	<i>1 526.7</i>	<i>286.6</i>	<i>169.5</i>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Для оценки мы использовали прогнозные показатели на 2010 г. или, где это возможно, фактические значения финансовых результатов деятельности компаний-аналогов.

Кернел и компании-аналоги: мультипликаторы

Компания	Страна	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
MHP SA -GDR REG S	Украина	2.19	2.74	7.91	9.45
CRESUD S.A.C.I.F.Y A.	Аргентина	1.77	2.50	6.36	24.66
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа- Новая Гвинея	2.75	3.33	8.93	5.24
PP LONDON SUMATRA INDONES PT	Индонезия	4.32	4.00	8.96	15.02
SOCFINAF	Люксембург	1.36	1.45	4.99	6.40
GRANDS MOULINS DE STRASBOURG	Франция	0.55	0.76	10.09	16.57
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Индонезия	1.58	4.01	8.96	5.89
STE INTERNAT PLANTS HEVEAS	Франция	1.87	1.85	5.71	8.07
SIPEF NV	Бельгия	2.89	2.77	8.31	9.51
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Индонезия	2.45	2.39	9.33	12.55
BUKIT DARAH PLC	Шри-Ланка	5.16	5.61	17.21	42.44
CASA GRANDE SAA	Перу	2.86	3.08	4.84	5.81
KENCANA AGRI LTD	Индонезия	3.13	3.84	30.10	20.91
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобритания	2.57	3.40	6.76	7.09
MEWAH INTERNATIONAL INC	Сингапур	0.42	0.45	11.87	15.99
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Индия	0.45	0.68	17.12	34.24
ZARNENI HRANI BULGARIA AD-SO	Болгария	0.62	1.11	neg.	14.86
Всего (компании-аналоги)		2.19	2.74	8.94	12.55
Кернел после поглощения компании Укррос 2010 Оц.	Украина	1.36	1.80	10.29	12.27
Потенциал роста		61%	69%	-17%	2%
Целевая цена по мультипликатору, \$		42.27	44.40	21.74	26.90
Вес в общей оценке		25%	25%	25%	25%
ИТОГОВАЯ ОЦЕНКА, \$	33.83				
ПОТЕНЦИАЛ РОСТА	29%				

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

С учетом динамичного развития «Кернела», скорого завершения юридического оформления покупки «Укрроса», продолжающегося увеличения земельного банка мы устанавливаем рекомендацию **ПОКУПАТЬ** акции компании и определяем справедливую цену ее акций на уровне **\$33.83**.

Финансовые показатели

Баланс, \$ млн.	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010
Денежные средства и их эквиваленты	88.5	129.3	59.5
Текущие финансовые инвестиции	0.0	0.0	0.0
Дебиторская задолженность	50.1	33.2	66.9
Запасы	187.1	118.0	147.8
Другие оборотные активы	51.6	97.9	324.5
Всего оборотные активы	377.3	378.4	598.7
Долгосрочные инвестиции и дебиторская задолженность	0.0	0.0	0.0
Основные средства (остаточная стоимость)	231.6	221.8	379.0
Другие внеоборотные активы	146.7	99.6	147.0
Всего внеоборотные активы	378.3	321.3	526.1
Активы	755.6	699.7	1 124.8
Кредиторская задолженность	5.5	7.5	10.9
Краткосрочные кредиты	157.7	161.7	215.1
Другие текущие обязательства	21.9	25.8	126.1
Всего краткосрочные обязательства	185.1	195.1	352.2
Долгосрочные заимствования	98.1	132.9	135.3
Другие долгосрочные обязательства	32.0	14.3	32.5
Всего долгосрочные обязательства	130.1	147.2	167.7
Всего обязательства	315.2	342.2	519.9
Привилегированные акции	0.0	0.0	0.0
Доля миноритарных акционеров	43.6	1.6	3.0
Уставный капитал	278.4	278.4	359.6
Нераспределённая прибыль	118.4	77.4	242.2
Всего собственный капитал	440.4	357.5	604.9
Всего собственный капитал и обязательства	755.6	699.7	1 124.8

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.	2008	2009	01.07.2009-30.06.2010
Объём продаж (чистый доход)	663.1	1047.1	1020.5
Себестоимость реализованной продукции	504.5	730.3	709.4
Валовая прибыль (убыток)	158.6	316.8	311.1
Другие операционные доходы	6.8	4.5	3.1
Административные, коммерческие и другие операционные расходы	72.0	167.0	161.1
Прибыль (убыток) от операционной деятельности	93.5	154.2	153.0
Финансовые расходы	26.8	30.7	17.9
Убыток (прибыль) от валютных операций	-3.1	3.1	-11.0
Чистый неоперационный убыток (прибыль)	-21.4	-6.4	-5.6
Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения	91.2	126.9	151.6
Налог на прибыль от обычной деятельности	9.0	-5.1	-0.1
Прибыль (убыток) до чрезвычайных событий	82.2	132.0	151.7
Убыток (прибыль) от чрезвычайных событий после уплаты налогов	0.0	0.0	0.0
Доля миноритарных акционеров	-1.0	-3.6	-0.3
Чистая прибыль (убыток)	83.2	135.5	152.0
Справочно: EBITDA	105.1	177.6	175.5

Показатели рентабельности	2008	2009	2010 Оц.
Валовая рентабельность	23.9%	30.3%	25.3%
Рентабельность по EBITDA	15.8%	17.0%	16.7%
Операционная рентабельность	14.1%	14.7%	14.7%
Рентабельность по чистой прибыли	12.6%	12.9%	10.9%

Источники: данные компании, расчёты 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>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

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

Владимир Оваденко
Старший аналитик
ovadenko@ufc-capital.com

Феликс Фурман
Младший аналитик
furman@ufc-capital.com

© 2011 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.