

Лэндком — скромный прогноз урожайности

Аграрный сектор. Акции

подготовил

Иван Панин, panin@sokrat.com.ua

Bloomberg [LKI LN]

В августе компания опубликовала результаты урожая рапса, которые оказались ниже наших ожиданий. Причиной тому стали неблагоприятные погодные условия. Мы уверены, что Лэндком не сможет увеличить урожай к концу года, и понижаем наши прогнозы урожайности других культур. На данный момент акции компании торгуются на уровне, близком к справедливому, и наша взвешенная оценка подразумевает скромный потенциал роста на 7%. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции компании с целевой ценой 0.16 долл.

Ключевые идеи

- **Урожайность 2010 – ниже ожиданий.** В августе Лэндком опубликовала результаты урожая рапса, который оказался ниже наших ожиданий на 25% (39.6 тыс тонн). Урожайность упала на с ожидаемых 3.2 до 2.7 т/га – на 16% ниже нашего прогноза, хотя выше средних показателей по Украине на 60%. В целом мы понизили прогнозы урожая на 26% – до 113.8 тыс тонн. Как следствие, мы понизили нашу оценку чистого дохода компании в 2010 году на 9% – до 22.7 млн долл.
- **Лэндком недооценил рапс.** В этом году рост цен на зерновые был обусловлен сильной засухой и запретом экспорта зерна Россией. К концу августа внутренние цены на зерновые выросли в среднем на 40% г/г, а цена на рапс – на 26%, до 450 долл. за тонну. Компания в свою очередь законтрактовала 92% урожая рапса в среднем по 390 долл. за тонну или на 13% ниже рынка. Это приведёт к тому, что компания не будет прибыльной в этом году.
- **Финансовые показатели улучшатся только в 2011 году.** Несмотря на рост чистого дохода на 56%, показатель EBITDA будет отрицательным, так как маржа по валовой прибыли ожидается на уровне 0.8%. Мы считаем, что цены на зерновые останутся на сегодняшнем уровне и маржа по EBITDA достигнет 28% в 2011 году. Мы считаем, что впервые Лэндком опубликует положительную чистую прибыль в 2011 году, и она составит 0.5 млн долл., основная часть которой будет «съедена» амортизацией, так что показатель чистой маржи составит всего 1.7%.
- **Лэндком увеличит площадь обработки земли, снизит расходы.** Текущий земельный фонд компании составляет 74 тыс га, 39.4 тыс га (53%) которой обрабатывается. Мы прогнозируем рост обрабатываемой земли до 66% в 2011-м. В результате усилий нового менеджмента административные затраты сократились на 71% г/г – до 4.6 млн долл. в 2009-м, и мы ожидаем, что они сохранятся на таком же уровне в текущем году.
- **Оценка.** По модели DCF, справедливая стоимость акции составляет 0.21 долл. (рост 36%). Тем не менее, акции торгуются на одном уровне со своими аналогами на развивающихся рынках по показателю EV/S в 2010-11 гг. и с большой премией относительно местных аналогов. Следовательно, мы понижаем нашу рекомендацию и советуем ДЕРЖАТЬ акции Лэндкома с целевой ценой 0.16 долл.

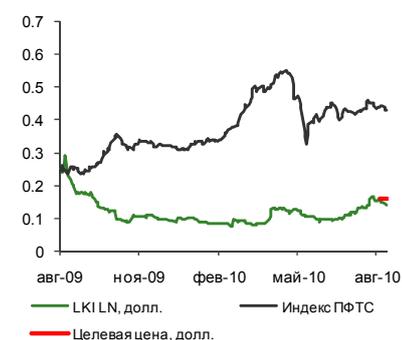
Рис 1. Ключевые индикаторы

млн долл.	2008	2009	2010E	2011F	2012F
Чистый доход	10.6	14.6	22.7	32.2	39.1
Валовая прибыль	(36.7)	(22.1)	0.2	10.5	15.2
ЕБИТДА	(52.4)	(21.2)	(2.9)	8.9	16.1
Чистая прибыль	(56.0)	(42.1)	(9.8)	0.5	5.8
Маржа по валовой прибыли	нег.	нег.	0.8%	32.6%	38.9%
Маржа по ЕБИТДА	нег.	нег.	нег.	27.8%	41.2%
Маржа по чистой прибыли	нег.	нег.	нег.	1.7%	14.9%

ДЕРЖАТЬ

Целевая цена, долл.	0.16
Текущая цена, долл.	0.15
Потенциал роста	7%

Информация об акциях



К-во акций, млн шт.	435.0
Капитализация, млн долл.	65.9
EV, млн долл.	83.3
Собст. капитал, млн долл.	43.6

Структура акционеров

Институциональные инвесторы	68.2%
Менеджмент компании	0.9%
Free-float	30.9%
Free-float, млн долл.	20.4

Производство, тыс т.	2009	2010E
Пшеница	37.6	32.4
Рапс	39.5	39.6
Подсолнечник	0	3.2
Кукуруза	0	33.2
Соя	0	4.5
Другие культуры	0	0.9

Урожайность рапса, тонн/га



Предположения

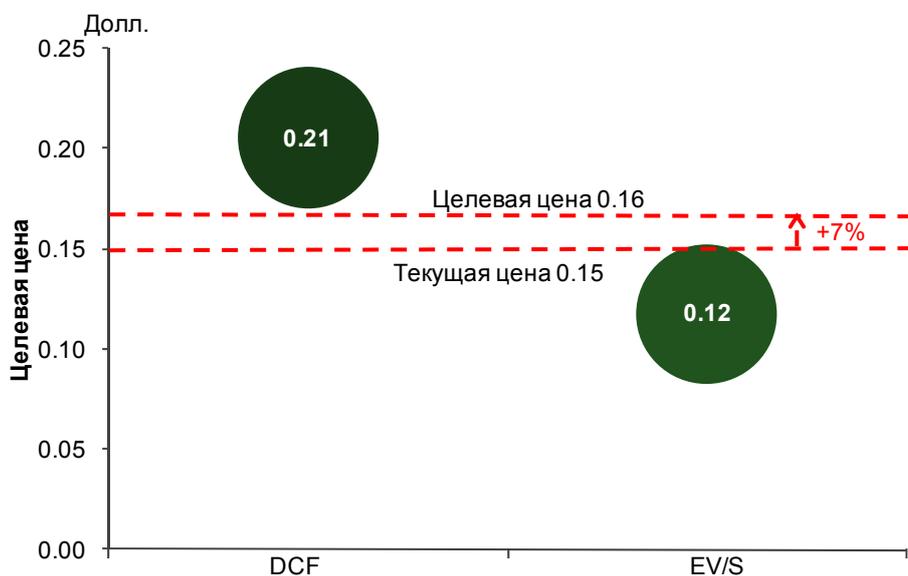
Мы ожидали, что в 2010 году урожайность зерновых будет на высоком для компании уровне, однако неблагоприятные погодные условия ухудшили показатели урожайности. После того, как в августе компания опубликовала результаты урожая рапса, который оказался на 25% ниже наших ожиданий, мы понизили ожидаемый урожай пшеницы на 22%, подсолнечника на 48%, кукурузы на 18% и сои на 26%. В целом, мы ожидаем, что показатель урожая снизится на 26% и составит 113.8 тыс тонн.

Лэндком в 2010 году увеличил площадь обрабатываемой земли до 39.4 тыс га. Поэтому мы считаем, что компания получит хорошие результаты в 2010 году и полагаем, что чистый доход вырастет на 56% и составит 22.7 млн долл., а показатель EBITDA будет отрицательным на уровне 2.9 млн долл., что основано на усилиях компании в области сокращения операционных и других затрат и росте цен на зерновые. Мы ожидаем, что рост чистого дохода с 2010 по 2018 год составит 24% CAGR. Мы рассчитываем, что компания впервые опубликует положительный чистый доход и EBITDA в 2011 году.

Оценка

Для оценки компании мы использовали два метода: модель DCF и сравнительный метод. Согласно нашей модели DCF, справедливая стоимость акции компании составляет 0.21 долл., потенциал роста при этом составит 36%. Мы также использовали сравнительный метод для более точной оценки стоимости акций Лэндкома. Акции компании торгуются на уровне $\times 2.9$ по мультипликаторам EV/S в 2010 году и $\times 2.0$ по мультипликаторам EV/S в 2011 году, а показатели P/E и EV/EBITDA в 2010 году имеют отрицательное значение. Это подразумевает падение цены на 26%. Мы рекомендуем ДЕРЖАТЬ акции Лэндкома с целевой ценой 0.16 долл. за акцию, при этом потенциал роста составляет 7%.

Рис 2. Суммарная оценка



Источник: Bloomberg, данные компании, расчёты Сократ

Рис 3. DCF модель

Все суммы в млн долл., если не указано другое

млн долл.	2010Е	2011О	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
ЕВITDA	(3)	9	16	20	24	25	32	37	42
ЕВIT	(7)	3	9	12	15	18	22	26	33
Минус налоги	-	-	(0)	(1)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Плюс амортизация	5	6	7	8	9	6	10	11	9
Минус капитальные инвестиции	(2)	(11)	(12)	(11)	(10)	(12)	(11)	(8)	(9)
Минус изменения в оборотном капитале	(3)	(1)	(1)	1	(0)	0	1	1	2
Свободный денежный поток	(8)	(3)	3	10	10	8	17	24	27
WACC (ср. взвеш. стоимость капитала)	19.3%	19.4%	19.1%	18.2%	16.8%	16.6%	16.1%	15.4%	15.1%

Темпы роста бесконечного денежного потока	2.5%
WACC к бесконечному денежному потоку	15.1%
Предполагаемый мультипликатор EBITDA	5.1
Предполагаемая терминальная стоимость	216
ЧПС терминальной стоимости	57
Стоимость компании, млн долл.	83
Доля ТС в стоимости компании	68.7%
Минус чистый долг, млн долл.	6
Чистая стоимость компании, млн долл.	89
Количество акций, млн шт	435.0
Справедливая стоимость акции, долл.	0.21
Текущая стоимость акции, долл.	0.15
Потенциал роста	35.5%

WACC	Мультипликатор выхода (ЕВITDA)				
	3.1	4.1	5.1	6.1	7.1
-3.0%	0.19	0.22	0.25	0.28	0.31
-2.0%	0.18	0.20	0.23	0.26	0.29
-1.0%	0.16	0.19	0.22	0.25	0.27
0.0%	0.15	0.18	0.21	0.23	0.26
+1.0%	0.14	0.17	0.19	0.22	0.24
+2.0%	0.14	0.16	0.18	0.20	0.22
+3.0%	0.13	0.15	0.17	0.19	0.21

Расчёт WACC	2010О	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
WACC	19.3%	19.4%	19.1%	18.2%	16.8%	16.6%	16.1%	15.4%	15.1%
Стоимость акционерного капитала	19.5%	20.0%	20.0%	19.0%	18.5%	18.5%	18.0%	17.5%	17.0%
Доходность пятилетних Украинских суверенных евробондов	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.5%
Премия за риск акционерного капитала	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Премия за корпоративный риск	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Собст. капитал/(Долг+Собст. капитал)	95.3%	88.9%	86.3%	85.0%	81.2%	78.9%	77.0%	76.3%	76.6%
Стоимость долга после налогов	16.3%	14.5%	13.6%	13.5%	9.7%	9.6%	9.6%	8.8%	8.8%
Налоговая ставка	0%	0%	5.0%	5.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Долг/(Долг+Собст. капитал)	4.7%	11.1%	13.7%	15.0%	18.8%	21.1%	23.0%	23.7%	23.4%

Источник: данные компании, расчёты Сократ

Рис 4. Сравнительная оценка

	Цена акции, долл.	Капита- лизация, млн.	EV, млн долл.	EV/S		EV/EBITDA		P/E	
				2010П	2011П	2010П	2011П	2010П	2011П
Лэндком	0.15	66	66	2.9	2.0	нег.	7.4	нег.	121.3
Украинские агропромышленные аналоги									
ASTARTA HOLDING NV	20.9	524	632	2.3	2.1	5.4	6.2	5.9	7.1
TSUKROVYY SOYZ UKRROS	0.6	67	62	0.1	0.1	0.5	0.6	1.1	1.5
MRIYA AGRO HOLDING -GDR REGS	7.9	841	899	3.2	2.1	4.0	2.7	3.9	2.6
MHP SA -GDR REG S	14.0	1518	2006	2.2	2.0	6.2	5.6	7.2	6.2
KERNEL HOLDING SA	20.6	1506	1782	1.6	1.2	8.8	6.6	9.6	7.9
SINTAL AGRICULTURE-REG S GDR	4.4	145	153	1.3	1.2	2.4	2.2	2.5	2.4
MCB AGRICOLE HOLDING AG-GDR	2.6	44	54	1.3	1.0	4.9	2.8	6.5	3.3
Украинские агропромышленные аналоги, среднее				1.6	1.2	4.9	2.8	5.9	3.3
Компании развивающихся рынков									
BLACK EARTH FARMING LTD-SDR	3.0	373	339	2.7	2.1	29.0	8.1	152.7	14.9
TRIGON AGRI A/S	0.8	106	107	1.0	0.8	15.0	3.9	нег.	7.9
RAZGULAY GROUP-CLS	1.7	269	1099	0.3	0.3	2.2	2.0	нег.	16.9
SLC AGRICOLA SA	9.2	907	1110	3.1	2.6	16.0	10.7	56.4	33.3
BRASILAGRO-CIA BRASILEIRA DE	5.5	320	234	9.7	4.9	нег.	нег.	нег.	нег.
Компании развивающихся рынков, среднее				2.7	2.1	15.5	6.0	104.5	15.9
Потенциал Лэндкома				2010П	2011П	2010П	2011П	2010П	2011П
в сравнении с украинскими аналогами				-44%	-40%	-121%	-61%	-188%	-97%
в сравнении с зарубежными аналогами				-8%	3%	-168%	-19%	-1656%	-87%
Целевая цена Лэндкома				2010П	2011П	2010П	2011П	2010П	2011П
Согласно мультипликаторам украинских компаний		Вес:	50%	0.08	0.09	нег.	0.06	нег.	0.00
Согласно мультипликаторам зарубежных компаний		Вес:	50%	0.14	0.16	нег.	0.12	нег.	0.02
Целевая цена, взвешенная				0.11	0.12	нег.	0.09	нег.	0.01
Вес показателя				50%	50%	0%	0%	0%	0%
Справедливая цена, долл.			0.12						
Текущая цена, долл.			0.15						
Потенциал			-22%						

Источник: Bloomberg, расчёты Сократ

Рис 5. Отчёт о финансовых результатах

млн долл.	2009	2010ЕО	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Чистый доход	14.6	22.7	32.2	39.1	45.4	50.8	60.1
Себестоимость реализованной продукции	(28.1)	(25.0)	(22.3)	(24.3)	(27.8)	(31.9)	(36.9)
Чистые изменения справедливой стоимости биологических активов	(8.5)	2.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.9
Валовая прибыль	(22.1)	0.2	10.5	15.2	18.1	19.3	24.1
Общие и административные расходы	(4.6)	(4.8)	(5.6)	(6.5)	(7.4)	(8.3)	(9.5)
Другие операционные доходы*	1.2	0.3	2.3	3.7	4.3	4.9	5.0
Другие операционные доходы/расходы	(2.0)	(3.2)	(3.9)	(3.1)	(2.7)	(1.0)	(1.2)
ЕБИТДА	(21.2)	(2.9)	8.9	16.1	20.3	23.8	24.7
Амортизация	(6.2)	(4.6)	(5.7)	(6.9)	(8.0)	(9.0)	(6.3)
ЕБИТ	(27.4)	(7.5)	3.2	9.2	12.3	14.8	18.4
Финансовые доходы/затраты**	(0.1)	(0.3)	(0.7)	(1.1)	(1.4)	(1.6)	(2.1)
Другие доходы/затраты	(15)	(2)	(2)	(2)	-	-	-
РВТ	(42.1)	(9.8)	0.5	6.1	10.9	13.2	16.2
Налог на прибыль	(0.0)	-	-	(0.3)	(0.5)	(3.3)	4.1)
Налоговая ставка	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	25.0%	25.0%
Чистая прибыль	(42.1)	(9.8)	0.5	5.8	10.4	9.9	12.2
Маржа по чистому доходу, %	neg.	0.8%	32.6%	38.9%	39.9%	38.0%	40.0%
Маржа по ЕБИТДА, %	neg.	neg.	27.8%	41.2%	44.8%	46.9%	41.1%
Маржа по чистой прибыли, %	neg.	neg.	1.7%	14.9%	22.9%	19.5%	20.2%

*включая субсидии то государства

**без компенсации процентов

Источник: данные компании, расчёты Сократ

Рис 6. Баланс

млн долл.	2009	2010ЕО	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Оборотные активы	10.2	21.6	20.9	36.2	39.1	45.6	52.7
Денежные средства и эквиваленты	0.2	11.7	7.9	19.7	22.0	26.5	32.1
Дебиторская задолженность	0.7	2.9	4.5	6.4	5.9	6.8	7.6
Запасы	5.2	2.9	4.3	5.8	6.6	7.3	7.6
Биологические активы	4.1	4.1	4.1	4.3	4.6	5.0	5.4
Другие оборотные активы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Необоротные активы	40.5	29.5	33.7	24.6	30.3	32.9	39.2
Основные средства	40.5	29.5	33.7	24.6	30.3	32.9	39.2
Другие необоротные активы	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Актив	50.7	51.1	54.6	60.9	69.4	78.5	91.9
Собственный капитал	42.8	43.6	41.7	43.5	48.4	52.1	59.7
Акционерный капитал	144.8	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3	159.3
Резервы и нераспределённая прибыль	(102.0)	(115.7)	(117.6)	(115.8)	(110.9)	(107.2)	(99.6)
Краткосрочные обязательства	7.5	6.0	10.4	13.8	16.4	18.8	21.5
Краткосрочный долг	0.0	1.1	3.2	3.9	4.5	5.1	6.0
Кредиторская задолженность	6.7	4.0	5.9	8.3	10.1	11.7	13.1
Другие краткосрочные обязательства	0.9	0.9	1.3	1.6	1.8	2.0	2.4
Долгосрочные обязательства	0.4	1.4	2.5	3.6	4.6	7.6	10.7
Долгосрочный долг	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	7.0	10.0
Другие долгосрочные обязательства	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
Пассив	50.7	51.1	54.6	60.9	69.4	78.5	91.9

Источник: данные компании, расчёты Сократ

Инвестиционная группа «Сократ»

01601, г. Киев, ул. Мечникова, 2, 8 этаж,
бизнес-центр «Парус».
Телефон/факс: +380 44 207-0100, 207-0101
<http://www.sokrat.com.ua>
contact@sokrat.com.ua

Продажи и торговля:**Константин Лисничий**

Международные продажи
lisnychyy@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0103

Анфиса Аникушина

Международные продажи
anikushina@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0100

Валерия Коцур

Международные продажи
kotsur@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0100

Владимир Пономаренко

Торговые операции
ponomarenko@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 207-0102

Сергей Осауленко

Доверительное управление
osaulenko@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 498-4913

Светлана Опрощенко

Интернет трейдинг
oproshchenko@sokrat.com.ua
тел. (+38-044) 498-4918

Аналитика:**Станислав Картавых**

Нефть, газ, энергетика
kartavykh@sokrat.com.ua

Александр Саливон

Макроэкономика, Банковский сектор
salivon@sokrat.com.ua

Евгений Окша

ГМК
oksha@sokrat.com.ua

Константин Меселевский

Машиностроение, Трубы
meselevskiy@sokrat.com.ua

Иван Панин

АПК
panin@sokrat.com.ua

Елена Ходаковская

Ассистент
khodakivska@sokrat.com.ua

Вся информация и услуги, считаются свободными от каких бы то ни было гарантийных обязательств, и Сократ, в частности, не предоставляет никакой непосредственно выраженной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты, а также пригодности такой информации для целей продажи, покупки или для любой иной цели. Сократ ни при каких обстоятельствах не несет ответственности перед каким бы то ни было физическим или юридическим лицом за (а) любые расходы или убытки целиком или полностью причиненные, вытекающие из или относящиеся к какой-либо ошибке (произошедшей по небрежности или иным образом) или другим обстоятельствам, вне зависимости от наличия или отсутствия контроля Сократа или кого-либо из его директоров, должностных лиц, служащих или агентов над этими обстоятельствами в связи с получением, сбором, подборкой, анализом, толкованием, передачей, опубликованием или доставкой любой информации, или (б) какие бы то ни было прямые или косвенные, фактические, компенсационные или случайные убытки (включая, без ограничения, упущенную выгоду).