

DELISTING KERNELA

Czyli krótkie
rozważanie o
polsko-ukraińskim
inwestowaniu w
luksemburską
spółkę notowaną na
GPW



bigshortbets research

25.04.2023

Wprowadzenie

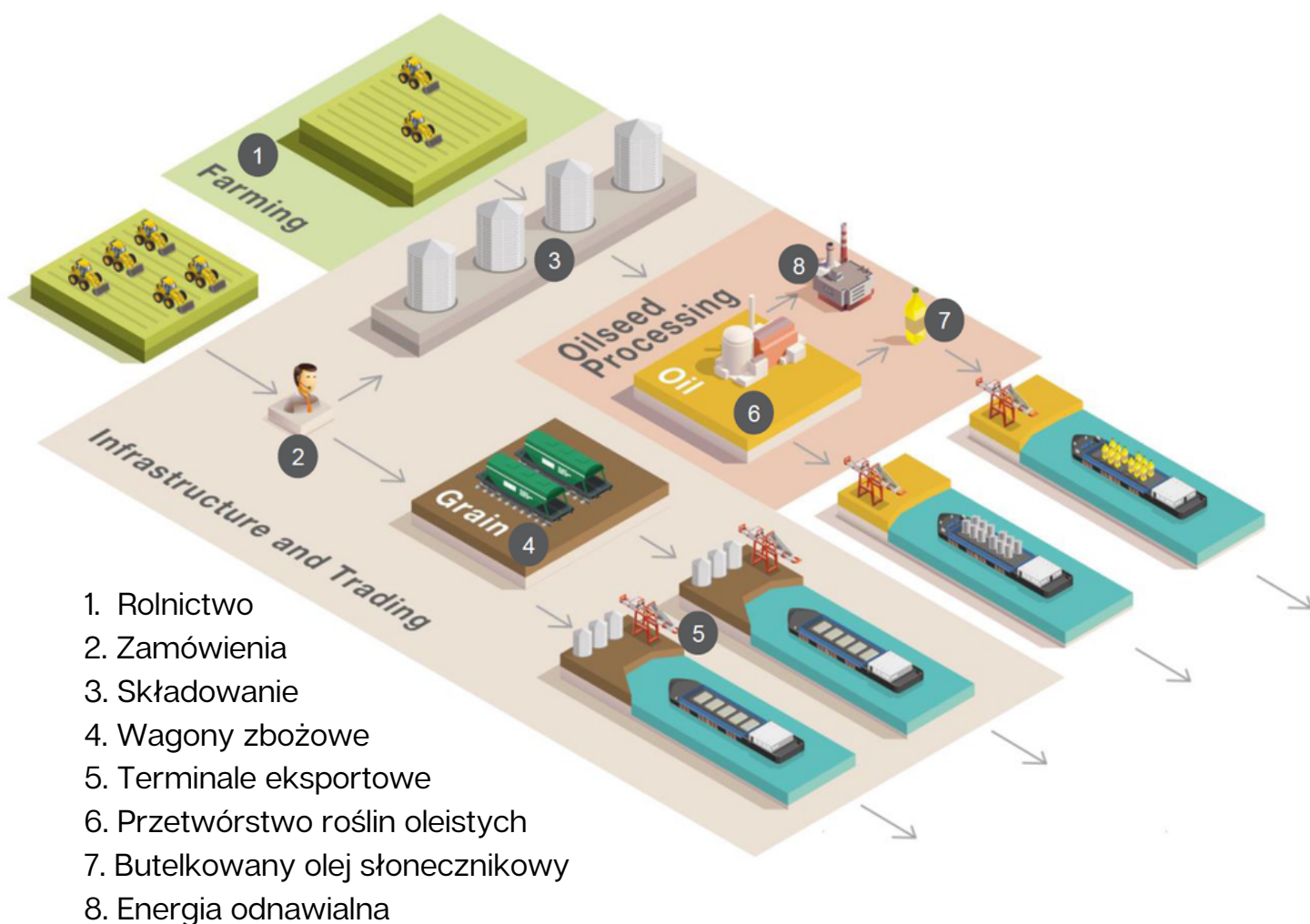
Kernel Holding to jeden z największych ukraińskich agroholdingów – struktur powstałych w celu konsolidacji ziemi rolniczej na Ukrainie i jej odsprzedaży – poprzez udziały – inwestorom spoza Ukrainy. Agroholdingi często funkcjonują jako kompleksy, obejmujące wszystkie etapy procesu, od siewu ziarna, a kończąc na sprzedaży oleju słonecznikowego za pomocą własnych linii logistycznych.

KERNEL

W tym przypadku spółka została zarejestrowana w Luksemburgu, a od 2007 roku jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Od tamtej pory, otwarte fundusze emerytalne oraz liczne grono inwestorów indywidualnych zainwestowało w ich akcje, licząc na dywidendy. Jakie było zdziwienie tych uczestników rynku, gdy główny udziałowiec Namsen Ltd, posiadający nieco poniżej 40% głosów, wykorzystując sytuację wojenną, wezwał do sprzedaży udziałów za 18,50 zł, co stanowiło szacunkowo między 10 a 20 procent wartości odtworzeniowej spółki. Straszakiem miał być planowane zdjęcie spółki z GPW. Wielu podejrzewało błąd. Konsternację budziły słowa prezesa giełdy, że nie chce ingerować w wolny rynek. Kiedy rada dyrektorów Kernel Holding zgodziła się na delisting, pomijając Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy – będące najwyższym organem spółki, akcjonariusze mniejszościowi zawarli porozumienie, na mocy którego zamierzają wykorzystać wszystkie dostępne środki, aby ich interesy były respektowane.

Profil spółki

Najważniejszym obszarem działalności Kernela jest produkcja oleju słonecznikowego, którego produkuje aż 5% w skali globalnej. Na Ukrainie jest największym producentem tego oleju. Odpowiada za 15% eksportu ukraińskiego zboża. Własne terminale spółki przeładowują 10 mln ton zboża rocznie. Posiada silosy o pojemności 2,3 mln ton zboża oraz 3,2 tysiące własnych wagonów zbożowych. Z danych za 2021 rok wynika, że operowali na 600 000 hektarach terenów rolnych własnych i dzierżawionych (nie da się dokładnie określić skali z uwagi na fakt, że 10% ziemi rolnej na Ukrainie ma niejasną sytuację co do właściciela i prawa dzierżawy).

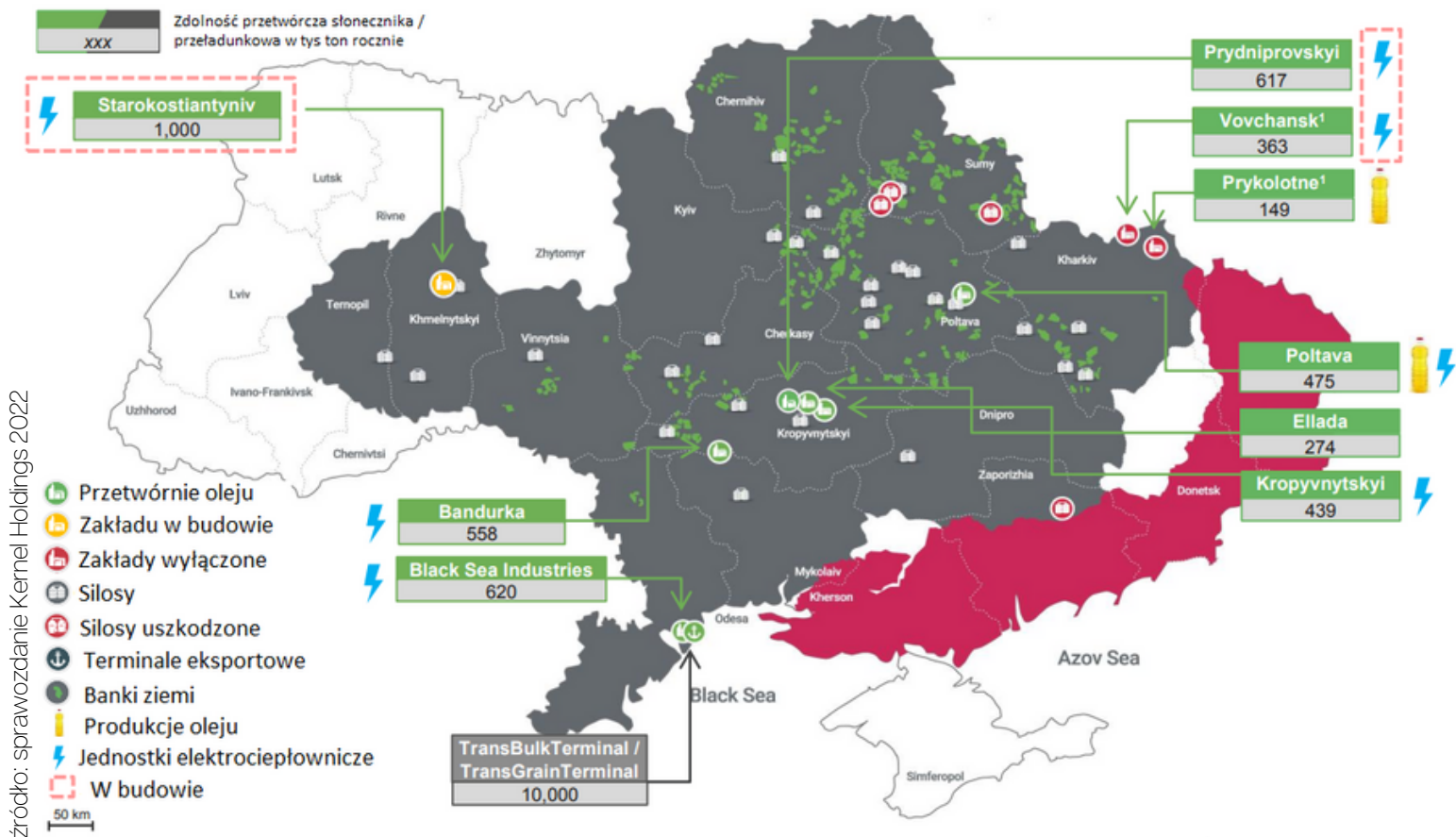


Źródło: sprawozdanie Kernel Holdings 2022

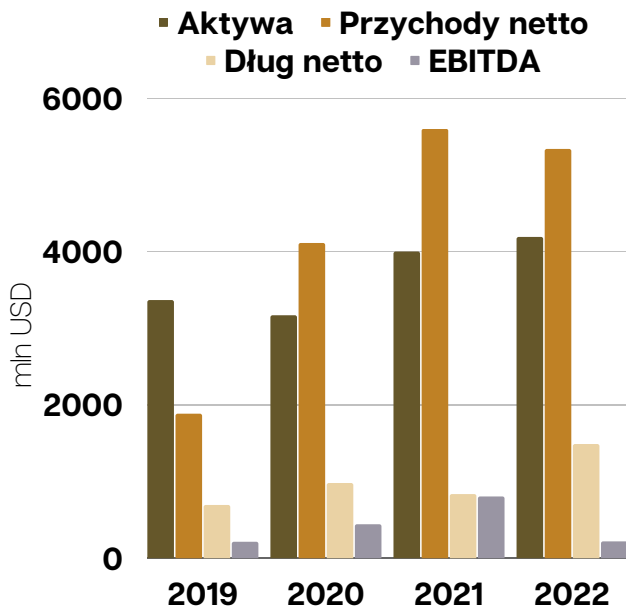
Profil spółki

Pionowa struktura tak działającego przedsiębiorstwa sprawia, że zyskuje niebagatelną przewagę kosztową nad tradycyjnie prowadzonymi gospodarstwami rolnymi. Doprowadziło to do sytuacji, w której Kernel Holding agresywnie powiększa z roku na rok swoje tereny uprawne, przejmując je od znacznie mniejszych podmiotów.

Spółka operuje w środkowo-północnej części Ukrainy, posiadając główny terminal eksportowy w rejonie Odessy. Poniżej przedstawiono stan aktywów na listopad 2022. Warto zwrócić uwagę na stosunkowo niewielką ilość strat, które Kernel poniósł w wyniku działań wojennych. Należy zaznaczyć, że uszkodzone silosy nie oznaczają zniszczonych, często ich fragment uległ zniszczeniu, ale wciąż są w stanie funkcjonować. Mapa pochodzi ze sprawozdania spółki za rok 2022.



Oknem analityka



- Wzrost aktywów dobrze świadczy o chęci ekspansji i reinwestowania środków w rozwój – stan przychodów jest w tym przypadku bardziej niż zadowalający, gdyż spółka, pomimo działań wojennych, prawie nie ograniczyła skali działalności.

- Wzrost aktywów dobrze świadczy o chęci ekspansji i reinwestowania środków w rozwój – stan przychodów jest w tym przypadku bardziej niż zadowalający, gdyż spółka, pomimo działań wojennych, prawie nie ograniczyła skali działalności.
- W oczy rzuca się rosnące zadłużenie, które częściowo zostało wykorzystane do zwiększenia areału pól uprawnych, a częściowo do reorganizacji procesów przetwarzania, aby dostosować je do realiów działań wojennych, co często wiązało się z relokacją kluczowej infrastruktury do nowych lokalizacji.

- Spadek EBITDA jest w tym przypadku całkiem zrozumiały, niemniej jednak sam fakt, że nie jest ujemny, jest ogromnym pozytywnym w realiach wojny.

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Aktywa | 3 361 | 3 164 | 3 995 | 4 185 |
| Przychody netto | 1,882 | 4 105 | 5 594 | 5 331 |
| Dług netto | 694 | 980 | 836 | 1 488 |
| EBITDA | 215 | 443 | 805 | 220 |

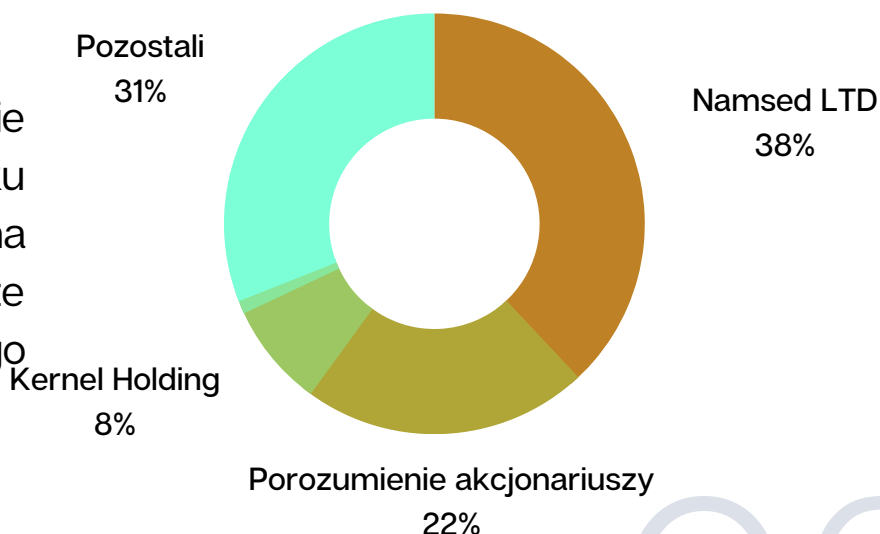
- Spółka łączne straty wojenne wyceniła na 521 milionów dolarów, co z grubsza zgadzałoby się z utrzymaniem rentowności z poprzednich lat.

Akcjonariat

- Namsen LTD, kontrolowane przez ukraińskiego oligarchę Andrija Verevskiego. Według różnych źródeł posiada od 38% do 41% akcji.
- Porozumienie Akcjonariuszy to sojusz OFE z funduszami inwestycyjnymi (m.in. PZU, UNIQA, AEGON, PKO BP, Allianz, Pocztylion, PKO oraz Lind Value – spółka inwestycyjna duńskiego miliardera Henrika Linda). Zadeklarowali podjęcie wszelkich możliwych kroków prawnych w celu obrony swoich interesów.
- Pozostali drobni akcjonariusze, którzy na własne sposoby zawiązują sojusze. Wiemy na pewno o powstaniu grupy wsparcia mającej kilka procent głosów, która chce dołączyć do Porozumienia Akcjonariuszy lub prosić o wsparcie SII.
- Vanguard, którego nie muszę Państwu przedstawiać, wystarczy dodać, że jego obecność może być korzystna z punktu widzenia mniejszościowych akcjonariuszy, gdyż prawdopodobnie będzie naciskał politycznie od góry w swoim interesie.

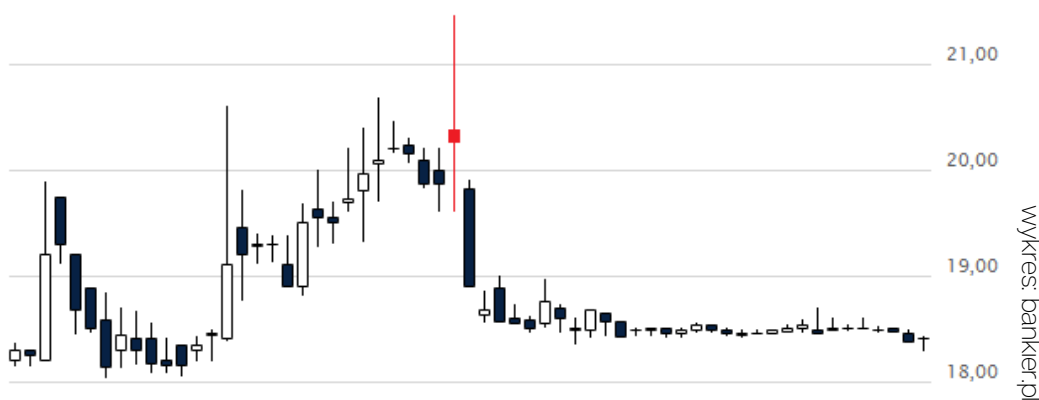
Jeśli udałoby się połączyć ponad 1/3 tzw. free float z OFE i funduszami, stanowiłoby to realną przeciwwagę dla Namsen LTD w kontekście wpływu na zarząd spółki i dalsze działania związane z delistingiem.

Trudno także nie doceniać siły nacisku takiego porozumienia na m.in. GPW, KNF, a także jego luksemburskiego odpowiednika CSSF.



Wezwanie do sprzedaży

6 marca 2023 r. spółka poinformowała w ESPI, że główny udziałowiec Namsen LTD złożył wniosek o wycofanie spółki z giełdy oraz ogłosił zamiar wykupienia wszystkich akcji. Kurs zareagował umiarkowanie gwałtownie. Tym bardziej że cena, jaką Namsen oferował w wezwaniu była kilkanaście procent niższa od niedawnego kursu akcji. Zaznaczony dzień wezwania.



Stanowisko GPW

15 marca Pan Marek Dietl, prezes GPW, poinformował na konferencji w Londynie, że wezwanie Namsen LTD spełnia wszystkie warunki formalne i nie rozważa stawiania dodatkowych warunków wycofania spółki z giełdy. Stanowisko to budziło zdziwienie innych uczestników giełdy, gdyż zazwyczaj w takiej sytuacji stawiano spółkom warunki uzyskania 80% głosów zarządu w obecności co najmniej 50% głosów akcjonariuszy. Namsen LTD nie ma możliwości spełnienia tego warunku. Wiele osób zadaje sobie pytanie, czy GPW powinno dbać o interesy wszystkich uczestników giełdy czy tylko o własny portfel.

Kontrowersyjny delisting

Delisting zasadniczo odbywa się etapami, dając każdemu zainteresowanemu sporo czasu do namysłu. Zazwyczaj wygląda to w sposób klarowny i standaryzowany.

- Przeprowadzenie rozmów z największymi akcjonariuszami w celu ustalenia warunków odkupienia, czyli odpowiedź na pytanie, czy to się w ogóle uda.
- Pierwsza faza wezwania do sprzedaży, aby wykupić co najmniej 66% akcji. Wezwanie ma cenę średnią z ostatnich 6 miesięcy i harmonogram. Można je zignorować.
- Druga faza wezwania, jeżeli udało się wejść w przedział 66% do 95% głosów. Ogłasza się drugie wezwanie również po cenie średniorocznego kursu lub wyższej. Również nie trzeba na nie odpowiadać.
- Jeżeli uda się skupić 95% akcji, następuje wezwanie przymusowe i akcje są zdjęte z naszego rachunku po cenie z przymusowego wezwania.
- Po zakończeniu przymusowego wykupu dochodzi do delistingu spółki.

W przypadku delistingu Kernel Holding, etap 1 został pominięty. Cena 18,50 zł w wezwaniu jest zgodna z uśrednieniem 6 ostatnich miesięcy, lecz w grę wszedł wpływ wojny. Przed nią, średni kurs Kernela to ok. 50-60 zł. W 2022 zarząd wycenił majątek na min. 98 zł/akcję. Pojawiły się głosy, że delisting to manewr Namsen LTD dla wzbogacenia kosztem akcjonariuszy i emerytów.

Patrząc na Porozumienie Akcjonariuszy (22% głosów) i kilka procent inwestorów z OFE i funduszy, którzy łączą się we wspólną siłę, delisting Kernela może się nie udać.

Prawo luksemburskie

Spółka Kernel Holding, zarejestrowana w Luksemburgu, jest przedmiotem sporu dotyczącego wycofania z giełdy. Zgodnie z luksemburskim prawem, wniosek o wycofanie może być złożony, gdy posiada się 5% głosów. Jednakże konieczne są konsultacje z pozostałymi akcjonariuszami, które do tej pory nie miały miejsca.

Problem polega na interpretacji, kto faktycznie powinien podjąć decyzję o delistingu. Namsen LTD i zarząd twierdzą, że to zarząd, ale luksemburskie prawo uznaje Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy za najwyższy organ sprawczy. Porozumienie Akcjonariuszy wydaje się wskazywać na ten aspekt, by uznać decyzję zarządu za nieważną.

Doszukując się podobnych sytuacji, można znaleźć takie, w których decyzję podejmowano na podstawie poniższego stwierdzenia:

„Jeśli zarząd spółki zgodził się na wycofanie spółki z giełdy, ale decyzja ta nie uzyskała aprobaty Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy, to wycofanie nie może zostać przeprowadzone. Zgodnie z prawem luksemburskim, Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy jest organem podejmującym ostateczne decyzje w kwestiach kluczowych dla spółki, w tym także w kwestii wycofania z giełdy.”

Niewiadomą pozostaje stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), która musi wyrazić zgodę na delisting. Nie jest jasne, czy KNF zastosuje przepisy prawa luksemburskiego, czy polskiego, według których delisting nie ma szans na powodzenie. Jak zareaguje luksemburska KNF, czyli CSSF? Obecnie obie instytucje otrzymują liczne pisma od niezadowolonych akcjonariuszy Kernela, którzy próbują zablokować całą sprawę. Polski KNF nie udziela odpowiedzi, zasłaniając się tajemnicą zawodową.

Szanse i zagrożenia

Wezwanie na akcje za 18.50 zł trwa do 4 maja. Jeżeli do tego czasu na Ukrainę nie spadnie bomba atomowa, nie ma zasadniczo poważnych ryzyk na horyzoncie. Każda cena znacznie poniżej 18.50 zł będzie traktowana przez spekulantów jako łatwy zysk. Prawie niemożliwe jest, aby to było jedyne wezwanie do sprzedaży, o ile akcja nie okaże się blefem, gdyż niecałe 30% akcjonariuszy mocno się trzyma i nie chce oddać udziałów. Poważne szanse i zagrożenia pojawiają się natomiast w kontekście możliwych scenariuszy rozstrzygnięć, które według autora mogą najprawdopodobniej się wydarzyć.

Scenariusz 1: Wezwanie nie miało szans powodzenia, gdyż to blef Namsen LTD, aby wykupić jak najwięcej udziałów od spanikowanych akcjonariuszy obawiających się, że niezależnie od powodzenia wezwania spółka zostanie zdjęta z giełdy, a oni pozostaną z trudno zbywalnym papierem. Andriy Verevskyy wie, że zbliża się koniec wojny i chce zostać wielkim beneficjentem odbudowy Ukrainy, posiadając pakiet kontrolny w Kernelu lub go odsprzedając za kilkukrotnie większe pieniądze.

Scenariusz 2: Porozumienie Akcjonariuszy wymusi na Namsen LTD podwyższenie ceny wezwania pod groźbą zablokowania delistingu. Wszyscy dostaną lepszą cenę, a spółka finalnie zejdzie z giełdy. Zarobi każdy, komu 18.50 zł wydawało się tanio. Fundusze i OFE zachowają twarz.

Scenariusz 3: KNF lub CSSF zablokuje zdjęcie spółki z giełdy i rozpocznie się wieloletnia batalia sądowo-odwoławcza pomiędzy Namsen LTD a organami nadzoru. Kurs będzie się zachowywał zdecydowanie gorzej niż kursy analogicznych agroholdingów notowanych na GPW i innych giełdach światowych.

PODSUMOWANIE

Kernel Holding, jeden z największych ukraińskich agroholdingów, zarejestrowany w Luksemburgu, notowany na GPW od 2007 roku, **znalazł się w centrum kontrowersji związanej z planowanym delistingiem spółki**. Główny udziałowiec, Namsen Ltd, wezwał do sprzedaży udziałów za cenę poniżej ich wartości, powodując niezadowolenie innych inwestorów. Prezes GPW, Marek Dietl, stwierdził, że wezwanie spełnia wszystkie warunki formalne, ale delisting wzbudza kontrowersję, ponieważ **pomija niektóre etapy standardowego procesu**.

W odpowiedzi, akcjonariusze mniejszościowi, w tym Otwarte Fundusze Emerytalne, zawiązali porozumienie, dążąc do ochrony swoich interesów. Delisting może być utrudniony, ponieważ prawo luksemburskie, na którym opiera się spółka, może wymagać konsultacji z pozostałymi akcjonariuszami oraz decyzji Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy, a nie tylko zarządu.

Czy polska giełda okaże się dzikim zachodem europejskich finansów? Czy korzystający na wojnie oligarcha wywłaszczy z części oszczędności emerytalnych obywateli Polski, a prezes GPW będzie się zastaniał wolnym rynkiem? Czy KNF, którego misją jest "Dbamy o prawidłowe funkcjonowanie i bezpieczny rozwój rynku finansowego", zrobi z tym wszystkim porządek?

Dowiemy się w najbliższych tygodniach i miesiącach. Kwestia kto na tym krótkoterminowo zarobi, rozstrzygnie się jednak zdecydowanie wcześniej. Zachęcamy do własnego wyciągania wniosków i do zobaczenia na rynku!

Więcej raportów, analiz i przemyśleń rynkowych znajdziesz na profilach bigshortbets research, w aplikacji app.bigsb.io i wśród społeczności.



[bigsb_research](https://twitter.com/bigsb_research)



app.bigsb.io



research@bigsb.io

Autor analizy



[Mister G](#)

Analiza spółki i sytuacji w sektorze stanowi subiektywną selekcję i opinię autora niniejszego raportu i nie stanowią one porady inwestycyjnej. Raport powstał na podstawie powszechnie dostępnych informacji i wiedzy branżowej oraz publicznej. Zawsze podejmuj decyzje inwestycyjne na podstawie własnych wniosków.