

czwartek, 5 września 2019 | komentarz specjalny

Astarta – W przededniu poprawy wyników

Rekomendacja: przeważaj | cena bieżąca: 23,00 PLN

AST PW; ASTH.WA | Rolnictwo, Ukraina

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Najniższy w historii zasiew buraka cukrowego prowadzi w drugiej połowie 2019 roku do pierwszego od trzech lat deficytu cukru na Ukrainie. Ceny słodkiego surowca już antycypują możliwy przyszłoroczny deficyt (wzrost cen na Ukrainie), a 50% cło importowe naszym zdaniem przełoży się na wzrosty średnich cen do 12 762 UAH/t w 2020 roku (+24% r/r). Dodatkowo Astarta skorzysta na spadających cenach gazu ziemnego, które dają potencjał oszczędności na poziomie 130 mln UAH w skali 12 miesięcy już od jesieni 2019 roku. Spółka naszym zdaniem będzie również beneficjentem rosnących cen mleka na Ukrainie i obserwowanej poprawie marż przerobowych na soi. W efekcie oczekujemy, że EBITDA w 2020 roku wzrośnie o 60% r/r do 2,9 mld UAH. Niska rentowność uprawy buraka cukrowego i spadająca liczba pracujących cukrowni na

Ukrainie naszym zdaniem może również przekładać się na deficyt cukru w 2021 roku, a co za tym idzie utrzymanie wysokich cen surowca. Według naszych szacunków, przy oczekiwanym wzroście wyników w 2020 i 2021 roku, Astarta w trzech kolejnych latach wygeneruje FCF na poziomie 40% bieżącej wartości przedsiębiorstwa (EV) oraz około 130% bieżącej kapitalizacji (MC). Zakładamy, że do końca 2020 roku spółka zredukuje zadłużenie netto o 1,0 mld UAH, aby na koniec 2020 roku relacja długu netto do EBITDA spadła do 2,9x (2,4x bez uwzględnienia MSSF16). Naszym zdaniem perspektywa wyraźnej poprawy wyników i przepływów pieniężnych w 2020 roku może zostać pozytywnie odebrana przez rynek, co znajdzie odzwierciedlenie w notowaniach spółki na GPW. Rozpoczynamy pokrywanie spółki Astarta z rekomendacją przeważaj.

Rachunek zysków i strat

(mln UAH)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody ze sprz.	13 717	11 966	13 645	13 983	14 248
Produkcja cukru	5 999	3 840	3 795	4 145	4 233
Rolnictwo (rośliny)	4 215	4 075	5 968	5 943	6 137
Produkcja olejów	2 175	2 388	2 137	2 109	2 067
Rolnictwo (zwierzęta)	951	942	1 025	1 065	1 090
Zm. aktyw. biol.	1 326	1 607	1 495	2 282	2 516
Zysk brutto ze sprz.	3 057	1 556	1 603	2 204	2 374
Produkcja cukru	2 071	504	495	1 076	1 144
Rolnictwo (rośliny)	457	483	422	444	591
Produkcja olejów	248	310	394	387	354
Rolnictwo (zwierzęta)	251	143	206	211	198
Koszty zarządu	727	775	729	752	785
Koszty sprzedaży	1 042	1 376	1 579	1 628	1 723
Poz. dział. operacyjna	-241	-330	-252	-350	-358
EBIT	2 372	398	539	1 755	2 024
marża %	17%	3%	4%	13%	14%
EBITDA	3 473	1 679	1 866	2 940	3 077
marża %	25%	14%	14%	21%	22%
Działalność finansowa	-547	-924	-921	-878	-843
w tym odsetki	-280	-421	-428	-383	-347
w tym leasing	0	-497	-497	-497	-497
Wynik brutto	1 782	-554	-382	876	1 181
Wynik netto	1 759	-687	-384	860	1 162

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Wskaźniki

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E	2,1	-	-	4,3	3,2
P/CE	1,3	6,2	3,9	1,8	1,7
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
P/S	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
FCF/EV	16%	-22%	7%	16%	17%
FCF/MC	34%	-78%	25%	52%	51%
EV/EBITDA	2,3	7,8	7,0	4,1	3,7
EV/EBIT	3,4	32,8	24,2	6,9	5,6
EV/S	0,6	1,1	1,0	0,9	0,8
CFO/EBITDA	58%	17%	57%	74%	77%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,0%
Cena (PLN)	23,0	23,0	23,0	23,0	23,0
Cena (UAH)	146,8	146,8	146,8	146,8	146,8
Liczba akcji (mln)	25	25	25	25	25
MC (mln UAH)	3 669	3 669	3 669	3 669	3 669
EV (mln UAH)	8 106	13 057	13 070	12 068	11 304

Wskaźniki po umorzeniu akcji własnych

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
P/E	2,0	-	-	4,2	3,1
EV/EBITDA	2,3	7,7	7,0	4,1	3,6
FCF/EV	16%	-22%	7%	16%	17%
P/BV	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
DYield	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	7,2%
skor. DN/EBITDA	1,3	5,9	5,1	2,4	2,0
Dług netto/EBITDA	1,3	5,6	5,0	2,9	2,5

Zmiana prognoz

	2019P	2020P	2021P
Przychody	0%	0%	0%
EBITDA	0%	0%	0%
Zysk netto	0%	0%	0%
Dług netto	0%	0%	0%
DPS	-	-	0%
Wolumen cukier	0%	0%	0%
Wolumen zboża	0%	0%	0%
Wolumen olej	0%	0%	0%
Wolumen mleko	0%	0%	0%
Produktywność zbóż	0%	0%	0%

Przepływy operacyjne

(mln UAH)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przepływy operacyjne	2 016	280	1 064	2 183	2 368
Amortyzacja	1 101	1 281	1 327	1 186	1 053
Kapitał obrotowy	-450	-2 818	-283	-231	-182
Przepływy inw.	-1 848	-1 524	-661	-800	-1 000
CAPEX	-1 538	-1 576	-670	-800	-1 000
Przepływy finansowe	-4	1 183	-722	-1 381	-1 404
Dług	187	2 404	-298	-1 000	-800
Dywidendy/buy-back	0	-23	0	0	-258
Zmiana stanu śr. pien.	164	-61	-319	1	-36
ŚP na koniec okr.	480	419	99	101	65
DPS (UAH)	0,00	0,93	0,00	0,00	10,32
FCF	1 263	-2 850	932	1 906	1 885

Areał uprawny

(tys. ha)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Buraki cukrowe	46	40	35	37	37
Pszenica	50	52	50	51	51
Soja	32	23	33	32	32
Słonecznik	32	41	31	32	32
Kukurydza	59	65	66	74	74
Razem	235	234	230	230	230

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Segment cukru

W 2019 roku **obszar zasiewów buraka cukrowego** na Ukrainie **spadł do najniższego poziomu w historii** (jedynie 221 tys. ha). Mniejsza popularność uprawy to efekt spadku rentowności w ostatnich latach w efekcie niskich cen spowodowanych nadwyżką podaży na rynku cukru w latach 2016-2018. W 2018 roku według danych lokalnego urzędu statystycznego ceny buraka cukrowego na Ukrainie spadły do poziomu 749 UAH/t vs. 825 UAH/t w 2017 roku i 849 UAH/t w 2016 roku. Warto zwrócić uwagę, że spadek cen w lokalnej walucie następował mimo deprecjacji UAH do koszyka walut. Ostatnie dane za 2017 rok wskazują, że na produkcji buraka na Ukrainie można było zarobić jedynie 12% - najniżej od 2013 roku. Prawdopodobnie w 2018 roku rentowność mogła spaść nawet poniżej zera. **Przy spadających cenach i rosnących kosztach popularność kapitałochłonnej uprawy buraka cukrowego znalazła się pod presją.**

Bilans

(mln UAH)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Aktywa	17 863	22 812	22 245	22 128	22 249
Aktywa trwałe	8 930	12 007	11 350	10 965	10 912
Majątek obrotowy	8 934	10 805	10 895	11 163	11 337
Zapasy	6 522	7 451	7 751	7 943	8 094
Nal. krótkoterminowe	1 295	2 410	2 507	2 569	2 617
Aktywa biologiczne	573	508	528	541	551
Środki pieniężne	480	419	99	101	65
Kapitał własny	11 650	11 511	11 127	11 987	12 891
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	1 517	1 924	2 002	2 002	2 002
Zob. krótkoterminowe	4 210	8 827	8 496	7 504	6 710
Dług	4 881	9 798	9 500	8 500	7 700
Dług netto	4 437	9 388	9 401	8 399	7 635
(Dług netto / Kap. wł.)	38%	82%	84%	70%	59%
(Dług netto / EBITDA)	1,3	5,6	5,0	2,9	2,5

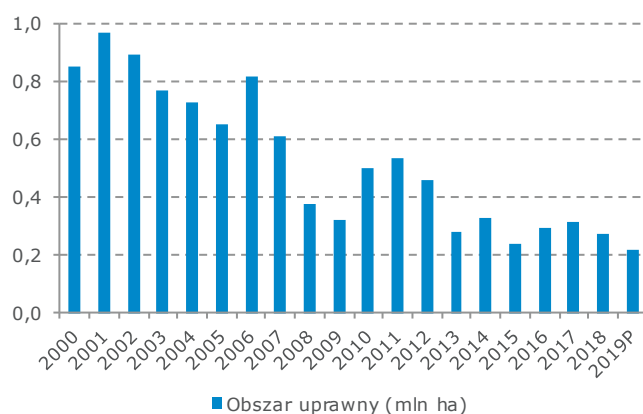
Wolumeny sprzedaży

(tys. ton)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Cukier	444	325	332	317	332
Zboża	847	707	1 084	1 110	1 172
Olej sojowy	40	41	41	41	41
Śruta sojowa	153	158	151	151	151
Mleko	105	103	104	106	108

Dane operacyjne

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
USD/UAH	26,6	27,2	26,0	25,5	25,0
zmiana	4%	2%	-4%	-2%	-2%
Ceny gazu (UAH/m3)	9 339	11 792	9 620	7 644	7 491
zmiana	20%	26%	-18%	-21%	-2%
Użycie gazu (tys. m3)	71 054	56 856	42 459	45 087	45 535
Zawartość cukru (%)	15%	16%	17%	17%	17%
Przetw. buraki (tys. t)	3 077	2 472	1 855	1 980	2 010
Przetw. soi (tys. t)	217	215	215	215	215
Liczba krów (sztuk)	14 583	13 417	13 417	13 667	13 917

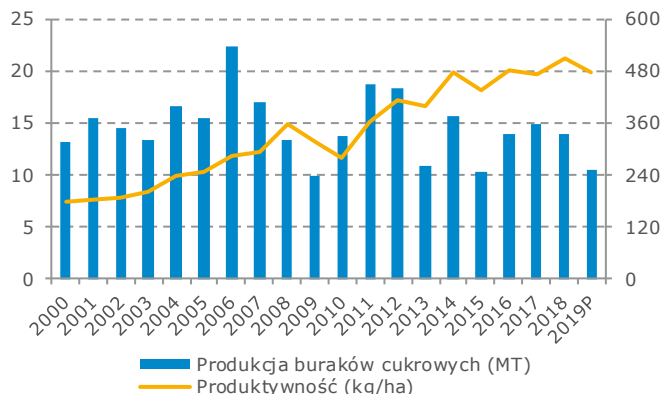
Obszar zasiewów buraka cukrowego na Ukrainie (mln ha)



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Zakładając, że produktywność buraka cukrowego z hektara będzie na poziomie średniej pięcioletniej, to **wielkość zbiorów uprawy na Ukrainie wyniesie około 10,5 mln ton** (niższy wynik był tylko w 2009 roku, kiedy przy niskim zasiewie pod presją znalazła się również produktywność). Biorąc pod uwagę liczne susze w Europie, późno zbierane uprawy jak burak, słonecznik i kukurydza mogą okazać się mniej obfite niż zakładamy.

Produkcja buraka cukrowego na Ukrainie (LP; mln t) oraz produktywność z hektara (PP; kg/ha)

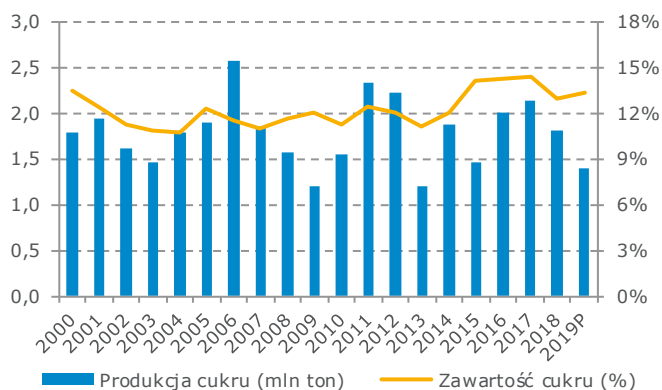


Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Zakładając lekkie odbicie średniej zawartości cukru w buraku na Ukrainie w 2019 roku według naszych szacunków **produkcja cukru wyniesie 1,4 mln ton**. Wówczas przy konsumpcji cukru na poziomie 1,36 mln ton rynek w kolejnym sezonie 2019-2020 znajdzie się w **równowadze** po raz pierwszy od 2015 roku.

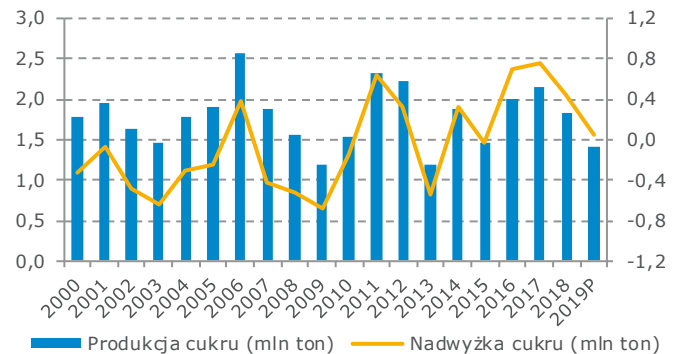
Negatywnym, czynnikiem mającym wpływ na popyt na cukier na Ukrainie w ostatnich latach miał konflikt z Rosją – odłączenie Krymu, Ługańska i Donbasu spowodowało zmniejszenie zapotrzebowania na cukier o 300-400 tys. ton, gdyż obecnie jest to teren Fed. Rosyjskiej, gdzie Ukraiński cukier nie może być eksportowany. Dodatkowo Rosja w efekcie konfliktu zamknęła swój rynek na produkty spożywcze z Ukrainy na czym ucierpiała branża słodczy, czy napojów. Koncerny ukraińskie odbudowują obecnie swoją eksportową pozycję przez zwiększenie sprzedaży wyrobów do krajów UE, czy byłych republik radzieckich. Dobrym tego przykładem jest pojawienie się produktów Roshen na rynku polskim. W rezultacie **popyt na cukier w ostatnich trzech latach już się ustabilizował na poziomie 1,35-1,4 mln ton**.

Produkcja cukru na Ukrainie (LP; mln t) oraz zawartość cukru w buraku (PP; %)



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Produkcja cukru na Ukrainie (LP; mln t) oraz bilans cukru na Ukrainie (PP; %)



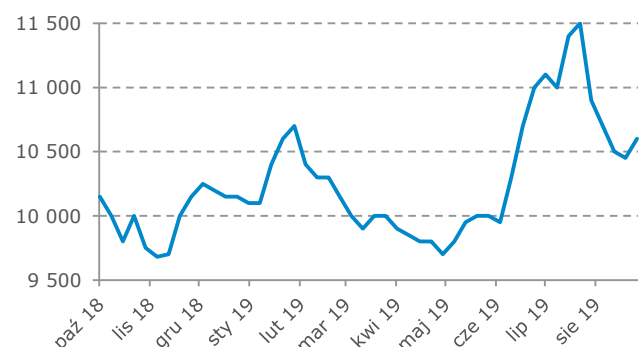
Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Warto naszym zdaniem zwrócić uwagę, że **w 2015 roku** (ostatni rok równowagi na rynku) **ceny cukru wzrosły o 35%**, a **w 2016 roku o kolejne 20%**. W tych latach również według naszych szacunków ceny cukru na lokalnym rynku utrzymywały się na poziomie z 90% premią do teoretycznego kosztu produkcji dla branży.

Według nas sytuacja w drugiej połowie 2019 roku może się ponownie powtórzyć. Zakładamy, że **w 2019 roku średnia cena cukru wyniesie 10 300 UAH/t** (obecnie 10 600 UAH/t), a **w 2020 roku** wzrośnie po raz kolejny do **12 762 UAH/t** (około 60% premii do teoretycznych kosztów produkcji branży).

Już obecnie ceny cukru rosną pod oczekiwane niższe zbiory buraka cukrowego. Dodatkowo krajowe **ceny słodkiego surowca powinny bronić kwoty importowe na cukier**. W maju 2008 roku Ukraina stała się członkiem Światowej Organizacji Handlu i wprowadziła kwoty na import cukru zagranicznego (260 tys. ton). Cukier sprowadzony w ramach wymienionej kwoty jest obciążony stawką celną 2% od wartości, natomiast **cukier sprowadzony powyżej kwoty będzie obciążony 50% stawką celną**.

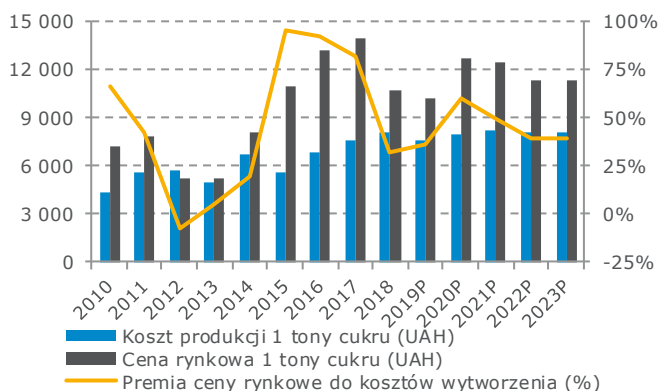
Ceny cukru na Ukrainie (UAH/t)



Źródło: Agro Perspectiva

W 2019 roku zakładamy, że na Ukrainie kolejny rok z rzędu zmniejszy się liczba uruchomionych cukrowni. Jeszcze w 2008 roku tych było około 110, podczas gdy w 2018 roku liczba spadła do 42. Zamykane cukrownie ze względu na starą technologię i słabą efektywność praktycznie bezpowrotnie opuszczają rynek, który na rok jest bardziej skonsolidowany. Rezultatem tego jest wyraźna poprawa efektywności w branży, czego przykładem jest spadek zużycia gazu ziemnego na tonę buraków (spadek z 52 m³/t do 33 m³/t w 2018 roku).

Cena oraz teoretyczny koszt produkcji cukru na Ukrainie (LP; UAH/t) oraz premia ceny rynkowej do kosztów wytworzenia (PP; %)

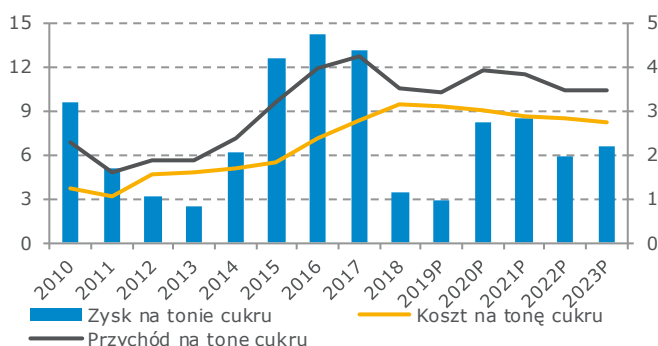


Źródło: Ukrcukor, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Według naszych szacunków, w **2020 roku teoretyczny koszt produkcji cukru na Ukrainie wzrośnie o 6% r/r do 7976 UAH/t**, a w 2021 o 4% r/r do 8301 UAH/t. Powodem wyższych kosztów dla branży jest oczekiwany **wzrost rynkowych cen buraków cukrowych**. Szacujemy, że w efekcie niedoboru na rynku te wzrosną do poziomu 900 UAH/t, czyli o około 20% względem poziomów z 2018 roku. Czynnikiem rekompensujących wzrost kosztów branży będzie **spadek cen gazu ziemnego**. Szacujemy, że te w okresie jesienno-zimowym (czas kiedy produkuje się cukier) spadną o około 20% do poziomu 7644 UAH/m³ (gaz to obecnie około 20-25% kosztów produkcji cukru na Ukrainie).

W naszych prognozach zakładamy, że **jednostkowy koszt sprzedawanego cukru w 2020 roku wyniesie 8,98 tys. UAH** i będzie o **4% r/r niższy** (spadek kosztów gazu ziemnego o 20% r/r, śladowe zużycie zewnętrzne droższego buraka), z kolei przy wyższych oczekiwanych cenach na każdej tonie cukru **Astarta zarabiać będzie 2,76 tys. UAH/t** vs. 0,97 tys. UAH/t w 2019 i 1,14 tys. UAH/t w 2018 roku. To z kolei naszym zdaniem przy sprzedaży na poziomie 317 tys. ton (-4% r/r) przełoży się na poprawę zysku brutto ze sprzedaży segmentu cukru do 1,1 mld UAH vs. 0,49 mld UAH w 2019 roku i 0,5 mld UAH w 2018 roku.

Przychód, koszt (LP; tys. UAH/t) i zysk (PP; tys. UAH/t) na tonie sprzedawanego cukru w Grupie Astarta



Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Założenia do cen cukru

(UAH/t)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Ceny buraka	825	749	900	945	897
Ceny cukru	14 013	10 786	10 300	12 762	12 451

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Założenia do produkcji cukru w Astarta

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Zbiory buraka (t/ha)	50,0	46,0	50,4	51,1	51,9
Zawartość cukru (%)	15,0%	16,5%	16,6%	16,6%	16,7%
Użycie gazu (m3/t)	23,1	23,0	22,9	22,8	22,7
Prod. buraków (mln t)	2,3	1,8	1,8	1,9	1,9
Prod. cukru (tys. t)	463,0	352,0	307,1	329,4	336,0

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Segment zbóż

W naszych prognozach zakładamy, że **produkcja zbóż w Grupie Astarta w 2019 roku wyniesie 1,15 mln ton (+9% r/r)**. Zakładamy, że zgodnie z obserwacjami dla całej Ukrainy w 2019 roku wzrosną zbiory z hektara dla upraw ozimych (pszenica), z kolei niższe r/r zbiory z hektara oczekujemy dla roślin zbieranych późną jesienią kukurydzy i słonecznika (przez gorsze warunki pogodowe – susze). W kolejnych latach zakładamy stopniowy wzrost zbiorów z hektara dzięki ciągłemu doskonaleniu technik uprawnych.

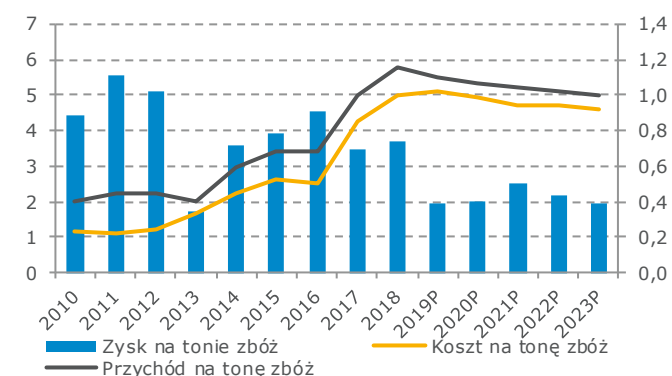
Efektywność zbiorów

(t/ha)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Pszenica	5,0	4,7	5,3	5,4	5,5
Soja	2,2	2,9	3,0	3,0	3,1
Słonecznik	2,3	2,9	2,8	2,9	2,9
Kukurydza	6,4	9,8	9,2	9,4	9,5
Razem	4,1	5,5	5,4	6,0	6,0

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

W efekcie oczekiwanych wzrostów kosztów nakładów na hektar w produkcji rolnej (inflacja płac, wyższe ceny nawozów, paliw w lokalnej walucie) oczekujemy, że **średni koszt sprzedanych w 2019 roku zbóż wzrośnie do 5,12 tys. UAH (+2% r/r)**. W kolejnych latach zakładamy, że wzrost kosztów na tonę będzie rekompensowany przez wyższe zbiory z hektara. Naszym zdaniem **w 2019 roku na każdej tonie sprzedanego zboża Astarta zarabiać będzie 0,39 tys. UAH vs. 0,74 tys. UAH w 2018 roku**. Dopiero w latach 2021-2022 oczekujemy odbicia zysku na każdej tonie sprzedawanego zboża przy założeniu wzrostu zbiorów z hektara oraz stabilizacji kosztów upraw.

Przychód, koszt (LP; tys. UAH/t) i zysk (PP; tys. UAH/t) na tonie sprzedawanego zboża w Grupie Astarta



Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

W 2019 roku w związku z realizacją kolejnej inwestycji w rozbudowę silosów zbożowych oczekujemy spadku kosztów przechowywania zboża o około 30 mln UAH. Dodatkowo Grupa powinna niższe straty technologiczne w związku z zastąpieniem przechowywania zboża u zewnętrznych podmiotów własnymi elewatorami.

Nasze założenia odnośnie kształtowania się cen surowców rolnych na rynkach są następujące:

Założenia do cen zbóż

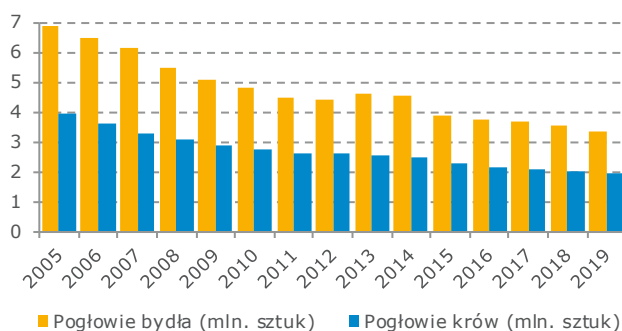
	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Pszenvica (USD/t)	169	217	180	195	195
Pszenvica (UAH/t)	4 488	5 905	5 150	4 969	4 869
Słonecznik (USD/t)	402	408	430	430	430
Słonecznik (UAH/t)	10 692	11 105	11 180	10 956	10 737
Kukurydza (USD/t)	169	182	180	185	185
Kukurydza (UAH/t)	4 490	4 947	4 680	4 714	4 620

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Segment produkcji mleka

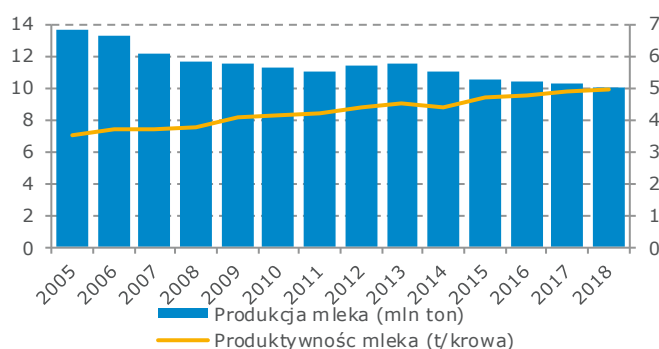
Trwały trend spadku pogłowia bydła na Ukrainie przekłada się na spadek produkcji mleka w skali kraju. Na rynku wyraźnie zanikają małe gospodarstwa i nieefektywne przedsiębiorstwa rolne, ustępując dużym nastawionym na masową produkcję hodowlom. **Pogłowie krów na Ukrainie w latach 2005-2018 spadło prawie 50%, a produkcja mleka zmalała o 27%.**

Pogłowie bydła oraz krów na Ukrainie



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny

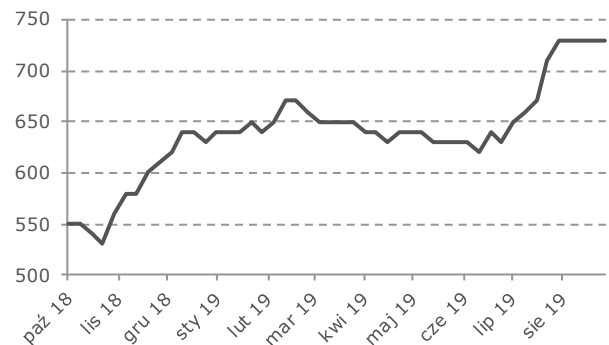
Produkcja mleka (LP) oraz produktywność krów (PP) na Ukrainie



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny

Mniejsza dostępność surowca zaczyna powoli przekładać się na ceny. Te ostatnio **w lipcu-sierpniu wzrosły do poziomu 7300 UAH/t** – najwyżej od początku 2016 roku. W naszych prognozach **zakładamy, że średnie ceny mleka w 2019 roku wzrosną o 21% do 6600 UAH/t**, a w 2020 roku o kolejne 2% r/r do 6700 UAH/t.

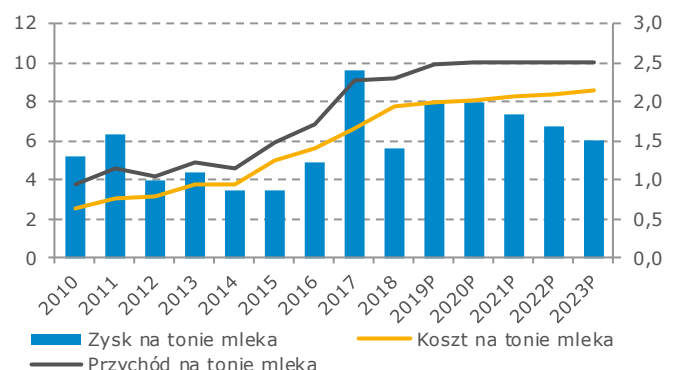
Cena mleka na Ukrainie (UAH/t)



Źródło: Agro Perspective

W naszych prognozach zakładamy, że wyższe ceny mleka w 2019 i 2020 roku zrekompensują rosnące koszty utrzymania stada, co przełoży się na **wyższe zyski realizowane na każdej tonie sprzedanego mleka w 2019 i 2020 roku.**

Przychód, koszt (LP; tys. UAH/t) i zysk (PP; tys. UAH/t) na tonie sprzedawanego mleka w Grupie Astarta



Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Założenia do produkcji mleka w Astarta

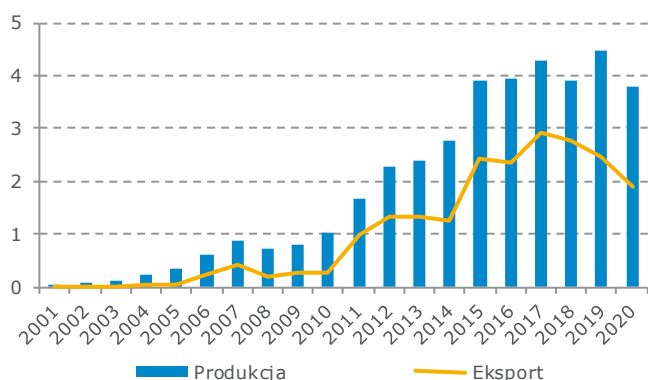
	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Liczba krów (sztuk)	14 583	13 417	13 417	13 667	13 917
Prod. mleka (tys. ton)	105	103	104	106	108
Efektywność (t/krowa)	7,2	7,7	7,7	7,8	7,8
Cena mleka (UAH/t)	6 099	5 442	6 600	6 700	6 700

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Segment produkcji oleju sojowego

Na Ukrainie od 2011 roku wyraźnie popularyzuje się uprawa soi wśród rolników. **Produkcja soi w ostatnich pięciu lat zbliżyła się do 5 mln ton.** Dodatkowo od ubiegłego roku po zmianie prawa więcej soi pozostaje w kraju do przetworzenia przez tłocznie (od jesieni 2018 zwrot VAT przy eksporcie przysługuje tylko gdy soja została przerobiona w kraju na olej). W sezonie 2019-2020 USDA oczekuje, że na Ukrainie z ostatnie zebrane około 3,8 mln ton soi (-15% r/r), ale przy oczekiwanym eksporcie **tłocznie nadal będą miały dostępną podobną jak ubiegłym sezonie ilość ziarna do przerobu** (1,9 vs. 2,0 mln ton rok wcześniej).

Produkcja i eksport soi z Ukrainy (mln ton)



Źródło: USDA

Marże na tłoczeniu soi, podobnie jak w przypadku marży na słoneczniku spadły w ostatnich latach z uwagi na nowe moce w zakresie tłoczenia nasion roślin oleistych. **Obecnie jednak marże na tłoczeniu soi utrzymują się na wyższych r/r poziomach.**

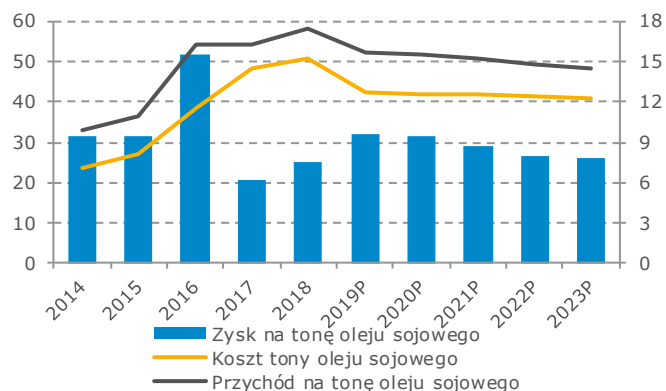
Marże na tłoczeniu soi (USD/t)



Źródło: Bloomberg, Dom Maklerski mBanku

W naszych prognozach zakładamy, że w związku z wyższymi marżami przerobowymi na soi **wynik na każdej tonie sprzedawanego oleju sojowego rośnie w 2019 i 2020 roku.** W późniejszych okresach zakładamy spadek realizowanych marży (w szczególności po 2021 roku) w związku z oczekiwanym pojawieniem się nowych mocy na Ukrainie (m.in. Kernel w 2021 rozpocznie pracę nowej tłoczni o mocach 1 mln ton w Zachodniej Ukrainie).

Przychód, koszt (LP; tys. UAH/t) i zysk (PP; tys. UAH/t) na tonie sprzedawanego oleju sojowego w Grupie Astarta



Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

Założenia do produkcji oleju sojowego w Astarta

	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przetw. soi (tys. t)	217	215	215	215	215
Sprzedaż olej (tys. t)	40	41	41	41	41
Sprzedaż śruta (tys. t)	153	158	151	151	151
Cena soi (USD/t)	417	428	340	340	340
Cena soi (UAH/t)	11 097	11 636	8 840	8 663	8 490
Cena oleju (USD/t)	897	838	786	800	800
Cena oleju (UAH/t)	23 877	22 801	20 433	20 384	19 976
Cena śruty (USD/t)	332	377	333	333	333
Cena śruty (UAH/t)	8 846	10 274	8 652	8 479	8 309
Marża (USD/t)	56	67	99	102	102

Źródło: Astarta, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

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**PRZEWAGA (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 Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – 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. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, 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 Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski 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 stanowić 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, 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 zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją. Po uwagach przekazanych przez emitenta dokonano zmian w treści opracowania. Zmiany nie dotyczyły elementów ocennych.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 5 września 2019 o godzinie 7:45.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 5 września 2019 o godzinie 7:45.

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 Domu 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 Domu 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 Domu 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.**mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki Astarta.**

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

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

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

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

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

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

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

Tomasz Galanciak
+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

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

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

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

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

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

Sprzedaż rynki zagraniczne

Joanna Łukasik
+48 22 697 48 82
joanna.lukasik@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl