

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 oczekiwanych 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

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

PRZEWAŻENIE (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:

KUPIJ – 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/gpwa>) 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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

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.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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