

poniedziałek, 11 maja 2020 | komentarz specjalny

Astarta – Wyraźny wzrost wyników w 2021 roku

Rekomendacja: przeważaj | cena bieżąca: 11,75 PLN

AST PW; ASTH.WA | Rolnictwo, Ukraina

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Przyspieszenie sprzedaży zbóż w 2H'19 oraz lepsze od oczekiwań wyniki 4Q'19 przełożyły się na spadek zadłużenia na koniec 2019 roku oraz spełnienie przez Astartę warunków umów bankowych (Dług netto/EBITDA 3,1x). Naszym zdaniem w 2020 roku Grupa Astarta w dalszym ciągu korzystać będzie z wyższych lokalnych cen cukru oraz mniejszej krajowej produkcji w 2019 roku (najniżej od 2015 roku). Ryzykiem natomiast są obserwowane w globalnej gospodarce spadki cen ropy naftowej, które naszym zdaniem przełożą się na zmniejszenie zainteresowania produkcją etanolu z trzciny cukrowej i wyższej światowej produkcji cukru. W efekcie ceny ostatniego surowca na zagranicznych rynkach znajdują się pod presją nie pozwalając ukraińskim cukrowniom korzystać z korzystniejszego bilansu produkcji. Obniżamy nasze założenia średnich cen cukru na Ukrainie w 2020 roku o 7% do 11800 UAH/t.

Obecnie oczekiwane niższe o 5% zasiewy buraka cukrowego na Ukrainie oraz sucha pogoda powodować będą, że produkcja cukru w 2020 roku spaść może do 1,23 mln ton (najniżej od 2013 roku), co pozwoli na wzrost cen w 2021 roku do średnio 13000 UAH/t. Oczekujemy, że w 2020 roku Astarta zanotuje zbliżony r/r wynik na poziomie EBITDA (2,3 mld UAH), a dopiero 2021 rok przyniesie wyraźny wzrost wyników do (3,4 mld UAH). Naszym zdaniem przy FCF'20 na poziomie 2,0 mld UAH i negatywnym wpływie spadku wartości UAH na wycenę kredytów (0,7 mld UAH), dług netto na koniec roku wyniesie 7,1 mld UAH (3,1xEBITDA'12m) - spełniając kowenanty bankowe. Obniżamy naszą prognozę EBITDA na 2020 rok o 27% oraz podwyższamy na 2021 r. o ~18%. Astarta obecnie notowana jest na wskaźnikach 3,9xEV/EBITDA'20, generując FCF/EV na poziomie 22%. Podtrzymujemy nasze zalecenie przeważaj dla Astarta.

Rachunek zysków i strat

(mln UAH)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody ze sprz.	11 966	12 980	12 097	13 438	13 145
Produkcja cukru	3 840	3 387	3 663	3 989	3 801
Rolnictwo (rośliny)	4 075	5 960	4 528	5 661	5 627
Produkcja olejów	2 388	2 397	2 539	2 466	2 371
Rolnictwo (zwierzęta)	942	1 003	1 132	1 087	1 112
Zm. aktyw. biol.	1 607	1 228	1 278	1 960	1 651
Zysk brutto ze sprz.	1 556	1 392	1 618	2 289	1 979
Produkcja cukru	504	267	681	865	670
Rolnictwo (rośliny)	483	486	115	768	706
Produkcja olejów	310	381	492	408	368
Rolnictwo (zwierzęta)	143	200	294	212	200
Koszty zarządu	775	681	704	737	772
Koszty sprzedaży	1 376	1 344	1 178	1 331	1 390
Poz. dział. operacyjna	-330	-174	-217	-223	-224
EBIT	398	420	797	1 958	1 244
marża %	3%	3%	7%	15%	9%
EBITDA	1 679	2 231	2 304	3 367	2 580
marża %	14%	17%	19%	25%	20%
Działalność finansowa	-924	-412	-1 704	-949	-932
w tym odsetki	-421	-487	-362	-298	-289
w tym leasing	-497	-665	-665	-665	-665
Wynik brutto	-554	8	-907	1 009	312
Wynik netto	-687	36	-907	987	298

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Wskaźniki

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	-	52,7	-	1,9	6,3
P/CE	3,2	1,0	3,1	0,8	1,1
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
P/S	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
FCF/EV	-25%	60%	22%	23%	24%
FCF/MC	-152%	296%	104%	101%	99%
EV/EBITDA	6,7	4,1	3,9	2,4	3,0
EV/EBIT	28,3	22,0	11,2	4,2	6,3
EV/S	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6
CFO/EBITDA	17%	224%	61%	59%	80%
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	8,0%	26,3%
Cena (PLN)	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Cena (UAH)	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Liczba akcji (mln)	25	25	25	25	25
MC (mln UAH)	1 874	1 874	1 874	1 874	1 874
EV (mln UAH)	11 263	9 242	8 935	8 232	7 790

Wskaźniki po umorzeniu akcji własnych

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	-	51,5	-	1,9	6,3
EV/EBITDA	6,7	4,1	3,9	2,4	3,0
FCF/EV	-25%	60%	22%	23%	24%
P/BV	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
DYield	1,3%	0,0%	0,0%	8,2%	26,3%
skor. DN/EBITDA	5,9	3,2	2,8	1,5	3,1
Dług netto/EBITDA	5,6	3,3	3,1	1,9	2,3

Zmiana prognoz

	2020P	2021P	2022P
Przychody	-12,5%	-1,6%	-1,5%
EBITDA	-27,1%	+18,3%	+29,5%
Zysk netto	-	-0,3%	+0,7%
Dług netto	+17,1%	+26,6%	+15,6%
DPS	-	+5,6%	-0,3%
Wolumen cukier	-5,1%	-9,2%	-6,3%
Wolumen zboża	-27,6%	-10,7%	-8,7%
Wolumen olej	-4,6%	-4,6%	-4,6%
Wolumen mleko	-7,2%	-7,2%	-7,2%
Produktywność zbóż	-13,0%	-9,0%	-9,0%

Przepływy operacyjne

(mln UAH)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy operacyjne	280	5 007	1 405	1 987	2 052
Amortyzacja	1 281	1 811	1 507	1 409	1 336
Kapitał obrotowy	-2 818	3 935	428	-649	142
Przepływy inw.	-1 524	-636	-750	-850	-850
CAPEX	-1 576	-651	-750	-850	-850
Przepływy finansowe	1 183	-4 464	-748	-1 034	-960
Dług	2 404	-5 391	-400	-600	-200
Dywidendy/buy-back	-23	0	0	-150	-493
Zmiana stanu śr. pien.	-61	-93	-92	103	242
ŚP na koniec okr.	419	326	234	336	578
DPS (UAH)	0,93	0,00	0,00	6,00	19,74
FCF	-2 850	5 542	1 953	1 890	1 848

Areał uprawny

(tys. ha)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Buraki cukrowe	40	35	34	35	35
Pszenica	52	50	51	51	51
Soja	23	33	32	32	32
Słonecznik	41	31	32	32	32
Kukurydza	65	66	70	70	70
Razem	234	230	230	230	230

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Segment cukru

W 2019 roku na Ukrainie burakiem cukrowym **obsiano 222 tys. ha gruntów**, co stanowiło rekordowo niski poziom w historii Ukrainy. Na 2020 rok Ministerstwo Rolnictwa zakłada zasiew **209 tys. ha** (-5% r/r), ale obecnie udało się obsiać jedynie 85% tego areału. Problemem w okresie siewnym buraka cukrowego jest niskie nawodnienie gleby, co utrudnia przygotowanie i nawożenie areału. Z pewnością w 2020 roku na Ukrainie padnie **kolejny rekord pod względem areału zasiewu**.

W 2019 roku produktywność buraków cukrowych z hektara spadła do 461 kg/ha i była najniższa od 2015 roku. Niestety małe opady śniegu w okresie zimowym i groźba suszy w wakacji 2020 roku spowodują, że **produktywność z hektara po raz kolejny znajdzie się pod presją**. Zakładamy, że ta sięgnie w 2020 roku 420 kg/ha, co oznaczałoby najniższy wynik od 2013 roku.

Bilans

(mln UAH)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa	22 812	20 061	18 723	19 009	18 603
Aktywa trwałe	12 007	12 477	11 720	11 162	10 676
Majątek obrotowy	10 805	7 584	7 002	7 847	7 928
Zapasy	7 451	5 117	4 769	5 298	5 183
Nal. krótkoterminowe	2 410	1 641	1 529	1 698	1 662
Aktywa biologiczne	508	426	397	441	431
Środki pieniężne	419	326	234	336	578
Kapitał własny	11 511	11 593	10 686	11 523	11 328
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	1 924	2 752	2 752	2 752	2 752
Zob. krótkoterminowe	8 827	5 387	4 975	4 393	4 190
Dług	9 798	7 632	7 232	6 632	6 432
Dług netto	9 388	7 368	7 060	6 358	5 916
(Dług netto / Kap. wł.)	82%	64%	66%	55%	52%
(Dług netto / EBITDA)	5,6	3,3	3,1	1,9	2,3

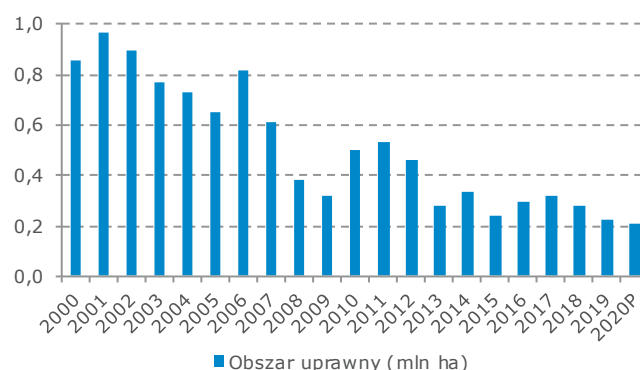
Wolumeny sprzedaży

(tys. ton)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Cukier	325	301	291	288	297
Zboża	707	1 083	774	1 008	1 041
Olej sojowy	41	46	44	44	44
Śruta sojowa	158	167	162	162	162
Mleko	103	96	98	101	103

Dane operacyjne

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
USD/UAH	27,2	25,8	28,0	26,0	25,0
zmiana	2%	-5%	9%	-7%	-4%
Ceny gazu (UAH/m3)	11 792	9 029	7 000	7 800	7 500
zmiana	26%	-23%	-22%	11%	-4%
Użycie gazu (tys. m3)	56 856	44 070	38 214	40 882	41 289
Zawartość cukru (%)	16%	18%	17%	17%	17%
Przetw. buraki (tys. t)	2 472	1 950	1 611	1 732	1 758
Przetw. soi (tys. t)	215	231	231	231	231
Liczba krów (sztuk)	13 417	13 200	13 450	13 700	13 950

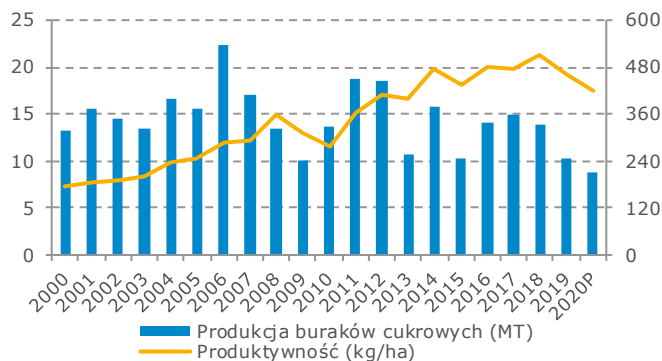
Obszar zasiewów buraka cukrowego na Ukrainie (mln ha)



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy mBanku

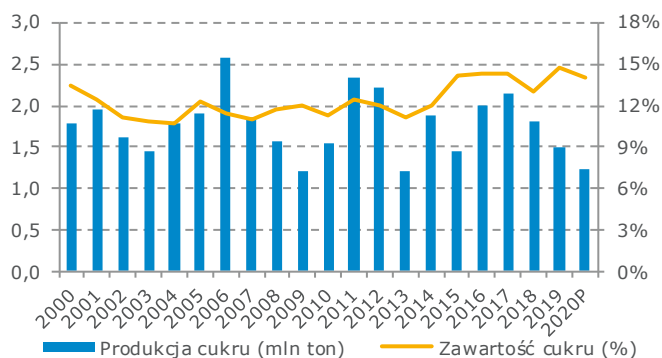
Pozytywnym zaskoczeniem w 2019 roku była **średnia zawartość cukru w buraku** na Ukrainie, która sięgnęła **14,7%** i była najwyższa od kiedy podawane są dane. Jednocześnie wysoka zawartość spowodowała, że **produkcja cukru** na Ukrainie sięgnęła **1,5 mln ton** vs. nasze oczekiwania 1,3-1,4 mln ton (najniżej od 2015 roku). W 2020 roku zakładamy, że zawartość cukru w buraku ustabilizuje się na poziomie 14,0%, co przełoży się na produkcję cukru w skali kraju na poziomie 1,23 mln ton (najniżej od 2013 roku).

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



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy mBanku

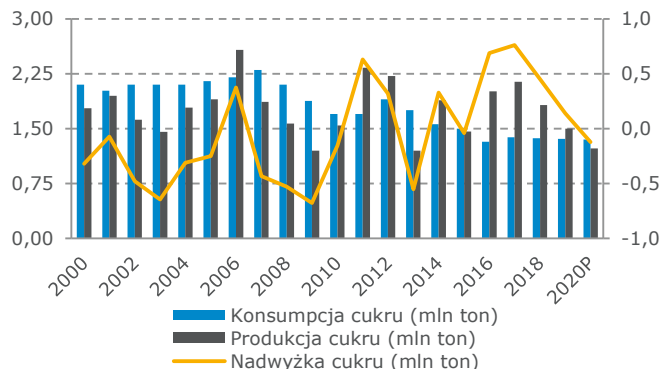
Produkcja cukru na Ukrainie (LP; mln t) oraz zawartość cukru w buraku (PP; %)



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy mBanku

Spadek lokalnej produkcji cukru na Ukrainie w 2020 roku prowadzić będzie do **pogłębienia deficytu na lokalnym rynku**. Oczekujemy, że ten sięgnie **0,12 mln ton**, czyli najniżej od 2013 roku.

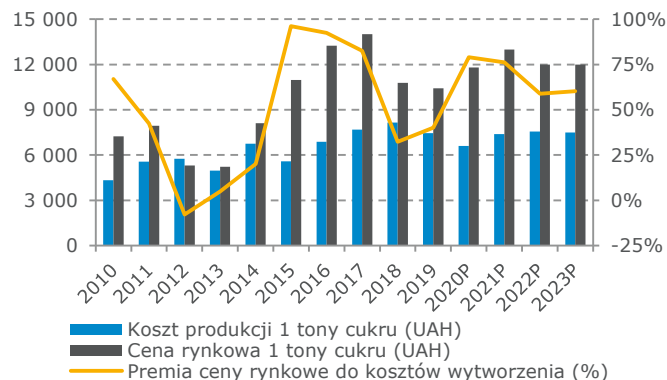
Produkcja cukru na Ukrainie (LP; mln t) oraz bilans cukru na Ukrainie (PP; %)



Źródło: Ukraiński Urząd Statystyczny, prognozy mBanku

Deficyt cukru na lokalnym rynku powinien przekładać się na **większą zdolność do dyktowania cen przez spółki cukrowe** i wyższe realizowane marże.

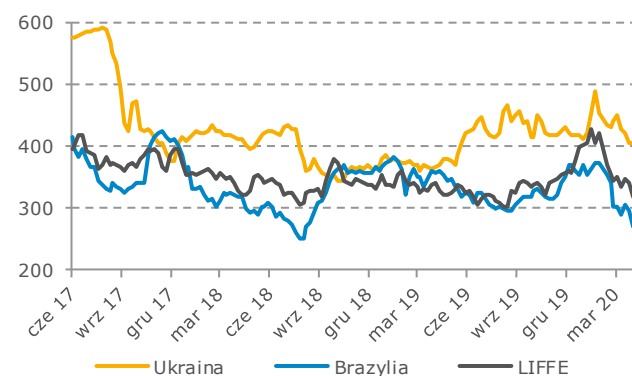
Cena oraz teoretyczny koszt produkcji cukru na Ukrainie (LP; UAH/t) oraz premia ceny rynkowej do kosztów wytworzenia (PP; %)



Źródło: Ukrcukor, prognozy mBanku

Negatywnym czynnikiem, który zmaterializował się w 2020 roku na globalnym rynku cukru jest **spadek cen ropy naftowej**. W efekcie tego wiele krajów, jak Brazylia czy Indie mają **mniejsze zachęty do produkcji etanolu z trzciny cukrowej** (biopaliwo). To powoduje, że prawdopodobnie najwięksi producenci trzciny cukrowej zwiększą produkcję cukru, co negatywnie przekładać się będzie na ceny globalne. Rynek Ukraiński chroniony jest stawkami celnymi na cukier w wysokości 50%, co chronić będzie lokalne ceny, ale potencjał wzrostu w 2020 roku będzie niższy niż zakładaliśmy wcześniej. W naszych prognozach **na 2020 rok rewidujemy w dół nasze założenie średnich cen do 11 800 UAH/t** (-7% vs. dotychczasowe założenia; YTD 11 100 UAH/t).

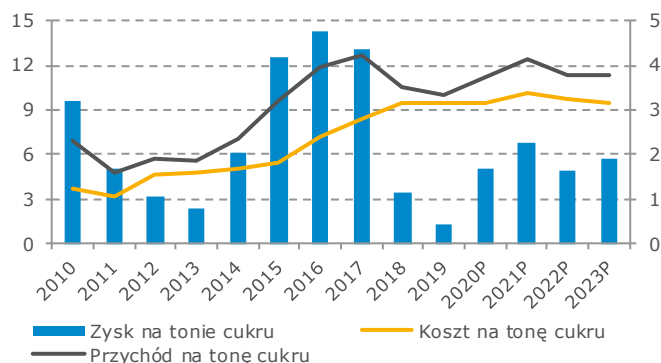
Ceny cukru na Ukrainie i na Świecie (USD/t)



Źródło: Agro Perspective, Bloomberg

W naszych prognozach na 2020 rok zakładamy, że Grupa zanotuje **250 mln UAH oszczędności zużycia gazu** w efekcie niższego zużycia gazu na tonie buraka oraz wysokiej zawartości cukru w buraku. Mimo 7% r/r spadku produkcji cukru oczekujemy lekkiego spadku **średniego kosztu produkcji buraka do 9 520 UAH/t**. Jednocześnie przy wyższych o 12% r/r cenach **Astarta na każdej tonie cukru zarabiać będzie 1690 UAH/t vs. 450 UAH/t w 2019 roku**. Jeszcze wyższy możliwy deficyt w 2021 roku naszym zdaniem prowadzić będzie do wzrostu zysku na każdej tonie cukru do 2280 UAH/t.

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



Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Założenia do cen cukru

(UAH/t)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Ceny buraka	749	754	791	831	831
Ceny cukru	10 786	10 423	11 800	13 000	12 000

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Założenia do produkcji cukru w Astarta

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Zbiory buraka (t/ha)	46,0	47,0	45,0	47,0	47,7
Zawartość cukru (%)	16,5%	18,1%	17,2%	17,3%	17,4%
Użycie gazu (m3/t)	23,0	22,6	23,7	23,6	23,5
Prod. buraków (mln t)	1,8	1,7	1,5	1,6	1,7
Prod. cukru (tys. t)	352,0	302,0	277,6	300,0	306,0

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Segment zbóż

Zakładamy, że **mniejsze nawodnienie gleby i możliwa susza** w okresie wakacyjnym przełoży się **negatywnie na zbiory zbóż** w Grupie Astarta.

Efektywność zbiorów

(t/ha)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Pszonica	4,7	5,1	4,7	4,9	4,9
Soja	2,9	2,5	2,5	2,6	2,6
Słonecznik	2,9	2,9	2,7	2,8	2,8
Kukurydza	9,8	8,7	8,0	8,5	8,6
Razem	5,5	5,2	4,9	5,2	5,3

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

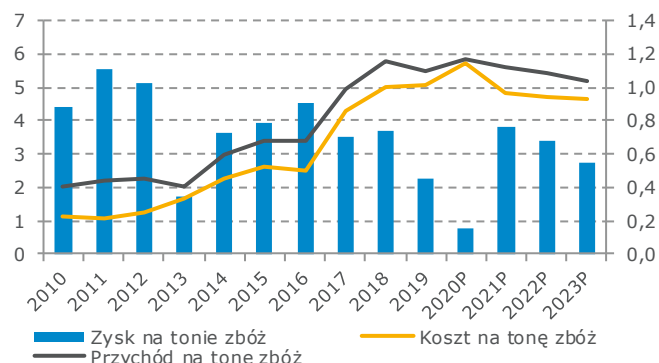
Założenia do cen zbóż

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Pszonica (USD/t)	217	188	195	195	195
Pszonica (UAH/t)	5 905	4 893	5 460	5 070	4 875
Słonecznik (USD/t)	408	389	430	435	440
Słonecznik (UAH/t)	11 105	10 119	12 040	11 310	11 000
Kukurydza (USD/t)	182	174	180	190	190
Kukurydza (UAH/t)	4 947	4 524	5 040	4 940	4 750

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Niższe zbiory w połączeniu z faktem, że w 2H'19 Grupa w większości sprzedała zbiory z 2019 roku powodować będzie, że **wynik brutto ze sprzedaży segmentu zbóż w 2020 roku spadnie o 75% r/r do 115 mln UAH**. Liczymy również, że realizowany zysk na każdej tonie zboża w 2020 roku będzie znacznie niższy niż w latach wcześniejszych. Dopiero w **2021 roku wyższa produktywność z hektara oraz osłabienie UAH do USD** będzie sprzyjało poprawie rentowności segmentu.

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

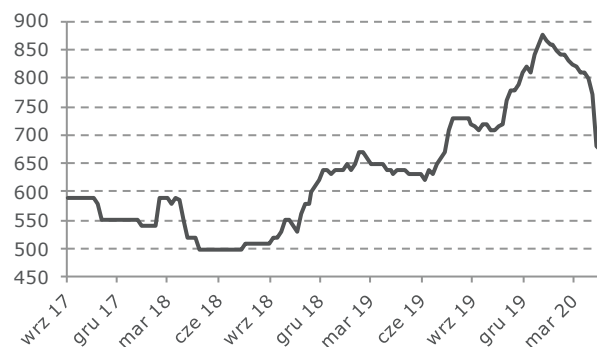


Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Segment produkcji mleka

Rosnące w 4Q'19 ceny mleka, które wynikają ze strukturalnego spadku pogłowia krów na Ukrainie naszym zdaniem **pozytywnie przekładać się będą na wyniki segmentu rolnego w 2020 roku**. Według nas po korekcie w ostatnich tygodniach ceny wrócą do trendu wzrostowego w drugiej połowie roku.

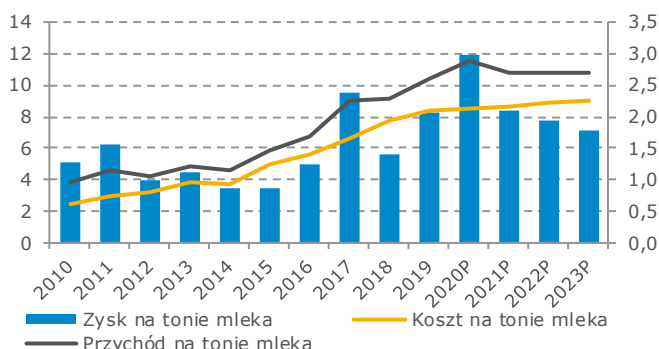
Cena mleka na Ukrainie (UAH/100kg)



Źródło: Agro Perspectiva

W naszych prognozach zakładamy, że średnia cena mleka w 2020 roku wyniesie 7 200 UAH/t (YTD 8 005 UAH/t).

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



Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Założenia do produkcji mleka w Astarta

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Liczba krów (sztuk)	13 417	13 200	13 450	13 700	13 950
Prod. mleka (tys. ton)	103	96	98	101	103
Efektywność (t/krowa)	7,7	7,3	7,3	7,3	7,4
Cena mleka (UAH/t)	5 442	7 080	7 200	7 200	7 200

Źródło: Astarta, prognozy 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

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 Biura 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 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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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 rozpowszechniana 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 11 maja 2020 o godzinie 08:20.
 Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 11 maja 2020 o godzinie 08:20.

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 Biura 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 Biurze 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 Biura 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

Astarta

rekomendacja	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj	przeważaj
data wydania	2020-04-01	2020-01-30	2019-12-05	2019-10-30	2019-09-05
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	11,50	15,90	15,90	16,85	23,00

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kluszcz@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 Poniatowski
+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

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

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

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