



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

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

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**PRZEWAGAŻENIE (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:

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 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 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.

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.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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	przeważa	przeważa	przeważa	przeważa	przeważa
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.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 Szpigił
+48 22 438 24 06
pawel.szpigił@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniąkowski@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

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

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

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

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