

poniedziałek, 26 kwietnia 2021 | komentarz specjalny

Astarta: Wzrost cen cukru i zbóż

Rekomendacja: przeważaj | cena bieżąca: 38,20 PLN

AST PW; ASTH.WA | Rolnictwo, Ukraina

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

Rozkaz powrotu rosyjskich żołnierzy do baz oznacza deeskalację napięcia militarnego na Ukrainie i powrót spółek z regionu do swoich fundamentów. Te ostatnie w przypadku Astarty pozostają bardzo dobre. Ceny cukru utrzymują się na rekordowych poziomach (21 tys. UAH/t vs. nasze całoroczne prognozy 18,5 tys. UAH/t). Dodatkowo Spółce sprzyjają bliskie rekordów ceny mleka (9 tys. UAH/t vs. nasze całoroczne prognozy 7,7 tys. UAH/t), wysokie ceny oleju sojowego (obecnie 1400 USD/t) oraz najwyższe od 8 lat ceny kukurydzy (kluczowa uprawa w segmencie rolnym). Podtrzymujemy, że w całym 2021 roku Astarta odnotuje rekordowe w historii wyniki

finansowe (5,5 mld UAH EBITDA), co pozwoli na całkowitą spłatę zobowiązań odsetkowych. Grupa według uchwał na najbliższe WZA (28 maja br.) proponuje przeznaczenie 0,50 EUR/akcja dywidendy za 2020 rok, co daje Dyield powyżej 6%. Aktualizujemy nasze prognozy dla Astarty po publikacji wyników za 2020 rok oraz ogłoszeniu struktury zasiewów na 2021 rok. Naszym zdaniem po wycofaniu rosyjskich żołnierzy spod granic Ukrainy w nadchodzących tygodniach inwestorzy mogą ponownie wracać do inwestycji w spółki z Ukrainy, dlatego po lokalnej korekcie podtrzymujemy nasze przeważanie w akcjach Astarty.

Rachunek zysków i strat

(mln UAH)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprz.	12 980	12 927	14 652	14 948	14 435
Produkcja cukru	3 387	3 949	4 437	4 758	4 386
Rolnictwo (rośliny)	5 960	5 447	5 765	5 792	5 742
Produkcja olejów	2 397	2 338	3 187	3 107	2 987
Rolnictwo (zwierzęta)	1 003	1 032	1 102	1 130	1 158
Zm. aktyw. biol.	1 228	1 664	2 390	1 654	1 365
Zysk brutto ze sprz.	1 392	2 327	3 392	3 528	3 005
Produkcja cukru	267	732	1 765	1 699	1 299
Rolnictwo (rośliny)	486	1 035	887	1 057	976
Produkcja olejów	381	321	429	470	438
Rolnictwo (zwierzęta)	200	231	287	278	268
Koszty zarządu	681	700	732	765	800
Koszty sprzedaży	1 344	951	850	962	1 008
Poz. dział. operacyjna	-174	-365	-268	-271	-273
EBIT	420	1 728	3 931	3 184	2 289
marża %	3%	13%	27%	21%	16%
EBITDA	2 231	3 438	5 445	4 599	3 642
marża %	17%	27%	37%	31%	25%
Działalność finansowa	-412	-1 443	-794	-691	-611
w tym odsetki	-487	-235	-210	-201	-201
w tym leasing	-665	-673	-673	-673	-673
Wynik brutto	8	285	3 137	2 493	1 678
Wynik netto	36	266	3 091	2 455	1 648

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	198,9	26,5	2,3	2,9	4,3
P/CE	3,8	3,6	1,5	1,8	2,4
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
P/S	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
FCF/EV	38%	53%	44%	49%	52%
FCF/MC	78%	88%	57%	49%	42%
EV/EBITDA	6,5	3,4	1,7	1,5	1,6
EV/EBIT	34,4	6,8	2,3	2,2	2,5
EV/S	1,1	0,9	0,6	0,5	0,4
CFO/EBITDA	224%	143%	74%	82%	87%
DYield	0,0%	0,0%	6,0%	10,9%	13,9%
Cena (PLN)	38,2	38,2	38,2	38,2	38,2
Cena (UAH)	282,7	282,7	282,7	282,7	282,7
Liczba akcji (mln)	25	25	25	25	25
MC (mln UAH)	7 067	7 067	7 067	7 067	7 067
EV (mln UAH)	14 435	11 710	9 095	7 122	5 689

Wskaźniki po umorzeniu akcji własnych

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	194,0	25,9	2,2	2,9	4,3
EV/EBITDA	6,4	3,4	1,6	1,5	1,6
FCF/EV	39%	54%	45%	49%	52%
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
DYield	0,0%	0,0%	6,1%	10,9%	13,9%
skor. DN/EBITDA	3,2	0,4	-0,3	-0,9	-0,5
Dług netto/EBITDA	3,3	1,4	0,4	0,0	-0,4

Zmiana prognoz

	2021P	2022P	2023P
Przychody	-6,8%	+1,2%	+2,9%
EBITDA	+1,9%	+5,3%	+9,8%
Zysk netto	+9,0%	+19,1%	+40,2%
Dług netto	-55,2%	-	-
DPS	+68,5%	+9,0%	+19,1%
Wolumen cukier	-19,1%	-3,1%	-
Wolumen zboża	-18,4%	-12,8%	-11,0%
Wolumen olej	-	-	-
Wolumen mleko	-0,5%	-0,4%	-0,2%
Produktywność zbóż	-8,0%	-1,1%	-1,1%

Przepływy operacyjne

(mln UAH)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przepływy operacyjne	5 007	4 913	4 011	3 764	3 153
Amortyzacja	1 811	1 710	1 514	1 415	1 353
Kapitał obrotowy	3 935	2 941	-616	-106	184
Przepływy inw.	-636	-420	-850	-1 000	-800
CAPEX	-651	-456	-850	-1 000	-800
Przepływy finansowe	-4 464	-4 045	-1 142	-990	-920
Dług	-5 391	7 742	-600	-200	0
Dywidendy/buy-back	0	0	-421	-773	-982
Zmiana stanu śr. pien.	-93	449	2 019	1 773	1 433
ŚP na koniec okr.	326	775	2 794	4 568	6 000
DPS (UAH)	0,00	0,00	16,85	30,91	39,27
FCF	5 542	6 224	4 033	3 471	2 967

Areał uprawny

(tys. ha)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Buraki cukrowe	35	34	33	35	35
Pszenica	50	47	48	50	50
Soja	33	27	31	32	32
Słonecznik	31	40	28	30	30
Kukurydza	66	60	62	65	65
Razem	230	230	230	230	230

Źródło: Astarta, prognozy mBanku

Bilans

(mln UAH)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Aktywa	20 061	17 764	19 889	21 380	22 030
Aktywa trwałe	12 477	11 018	10 353	9 938	9 386
Majątek obrotowy	7 584	6 747	9 535	11 442	12 644
Zapasy	5 117	3 734	4 232	4 318	4 169
Nal. krótkoterminowe	1 641	1 320	1 496	1 527	1 474
Aktywa biologiczne	426	745	845	862	832
Środki pieniężne	326	780	2 794	4 568	6 000
Kapitał własny	11 593	11 719	14 389	16 071	16 737
Udziały mniejszości	0	0	0	0	0
Zob. długoterminowe	2 752	3 745	3 745	3 745	3 745
Zob. krótkoterminowe	5 387	1 989	1 410	1 213	1 207
Dług	7 632	5 265	4 665	4 465	4 465
Dług netto	7 368	4 643	2 028	55	-1 378
(Dług netto / Kap. wł.)	64%	40%	14%	0%	-8%
(Dług netto / EBITDA)	3,3	1,4	0,4	0,0	-0,4

Wolumeny sprzedaży

(tys. ton)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Cukier	301	329	227	282	297
Zboża	1 083	1 004	712	908	936
Olej sojowy	44	40	40	40	40
Śruta sojowa	169	152	147	147	147
Mleko	96	93	95	98	100

Dane operacyjne

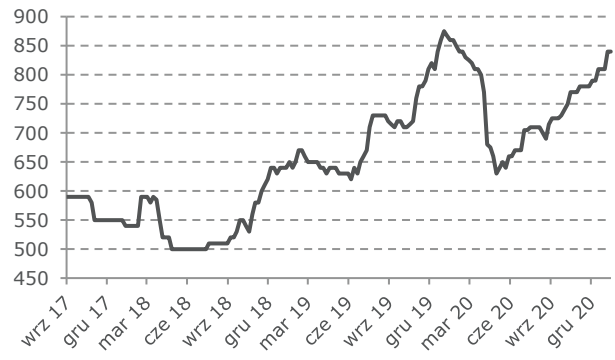
	2019	2020	2021P	2022P	2023P
USD/UAH	25,8	26,5	27,0	26,0	25,0
zmiana	-5%	3%	2%	-4%	-4%
Ceny gazu (UAH/m3)	9 029	6 631	8 100	8 320	8 000
zmiana	-23%	-27%	22%	3%	-4%
Użycie gazu (tys. m3)	44 070	43 992	39 285	42 080	42 499
Zawartość cukru (%)	18%	14%	17%	17%	17%
Przetw. buraki (tys. t)	1 950	1 559	1 633	1 758	1 784
Przetw. soi (tys. t)	231	208	210	210	210
Liczba krów (sztuk)	13 200	12 100	12 350	12 600	12 850

Ceny cukru na Ukrainie (UAH/t)



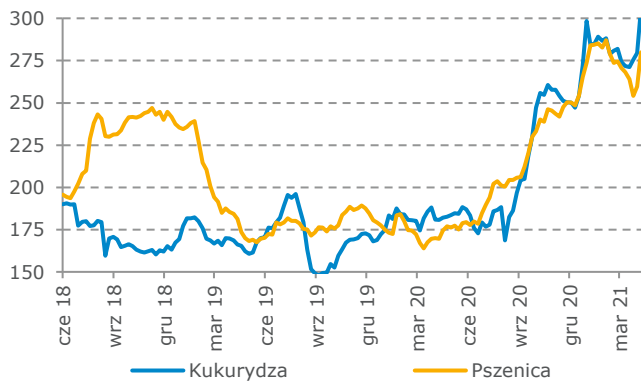
Źródło: Agropespectiva, mBank

Ceny mleka na Ukrainie (UAH/t)



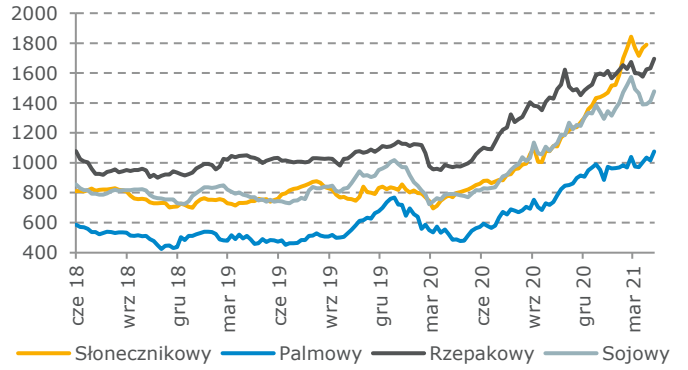
Źródło: Agropespectiva, mBank

Ceny zbóż na Ukrainie (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

Ceny olei roślinnych (USD/t)



Źródło: Bloomberg, mBank

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. Prostej 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, Sygnity, 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 sporządzeniu 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, Sygnity, 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.

Investowanie 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 nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 kwietnia 2021 o godzinie 07:54. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 kwietnia 2021 o godzinie 08:10.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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 Biurze maklerskim 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	2021-01-28	2020-12-08	2020-10-27	2020-05-11	2020-04-01
cena docelowa (PLN)	-	-	-	-	-
kurs z dnia rekomendacji	36,20	25,20	21,80	11,75	11,50

mBank S.A.
Prosta 18
00-850 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 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

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

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
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl