

11 maja 2010

Aktualizacja raportu


**Przemysł
Spożywczy**

Polska

Cena bieżąca	57,60 PLN
Cena docelowa	45,83 PLN
Kapitalizacja	1,4 mld PLN
Free float	0,3 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 mies.)	2,7 mln PLN

Astarta

ASTH.WA; AST.PW

Sprzedaj

(Niezmieniona)

Wyniki trudne do powtórzenia...

Zeszłoroczne wysokie ceny cukru i trzciny cukrowej na świecie skłaniają producentów do zwiększania produkcji. Dyskontują to już rynki finansowe, na których ceny cukru w bieżącym roku spadają najdynamiczniej spośród notowanych artykułów rolnych (-38,5%). Na Ukrainie zeszłoroczna wysoka rentowność uprawy buraka cukrowego zachęci mniejsze gospodarstwa rolne do większej produkcji w kolejnym sezonie. Również znaczący producenci cukru na Ukrainie nie powinni mieć problemów ze skompletowaniem potrzebnego surowca, gdyż są oni w znaczącej większości zintegrowani pionowo z zakładami rolnymi. Spodziewamy się, że kolejny sezon przyniesie znacznie większą podaż cukru na Ukrainie i istotne spadki cen. Będzie to miało miejsce już w 4Q2010. Dodatkowo pewne zagrożenie dla Astarty niesie umocnienie się ukraińskiej waluty, które powoduje, że konkurencyjność lokalnych produktów rolnych ulega osłabieniu. Naszym zdaniem obecne bardzo dobre wyniki będą trudne do powtórzenia. Podwyższamy naszą prognozę na 2010 rok, a cenę docelową podnosimy z 31,60 PLN do 45,83 PLN. Wciąż jednak uważamy, że Spółka jest notowana z premią, dlatego rekomendujemy sprzedaż akcji Astarty.

Struktura akcjonariatu

Viktor Ivanchyk	40,19%
Valery Korotkov	35,19%
Aviva Investors Poland S.A.	5,15%
Pozostali	19,45%

Strategia dotycząca sektora

Sektor produkcji cukru i uprawy zbóż w znacznej mierze zależy od urodzaju w rolnictwie oraz cen artykułów rolniczych na światowych rynkach. Branża jest w znaczącym stopniu narażona na ryzyko nieurodzaju. Obecnie ceny cukru na świecie spadają wraz ze wzrostem produkcji trzciny cukrowej i większych zapowiadanych wolumenów produkcji cukru. Również na Ukrainie, mimo niedoboru buraka cukrowego widoczny jest spadkowy trend cen cukru.

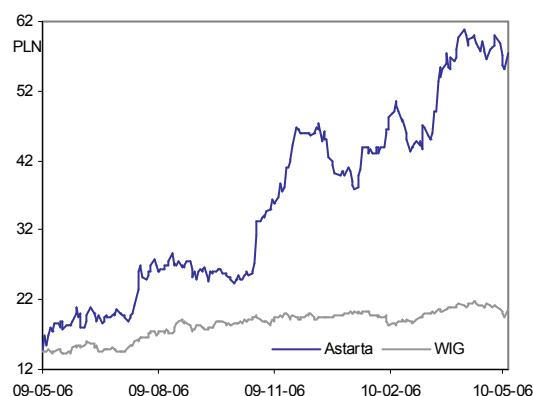
Profil spółki

Astarta prowadzi działalność w zakresie produkcji cukru i handlu zbożem na Ukrainie. Cukier wytwarzany jest z buraków cukrowych w sześciu należących do Spółki cukrowniach. Spółka dzierżawi również 175 tys. hektarów ziem na Ukrainie, na których prowadzi produkcję rolną w zakresie zbóż, roślin oleistych i buraków cukrowych. Dodatkowo Astarta prowadzi działalność w zakresie produkcji mleka.

Ważne daty

14.05 publikacja raportu skonsolidowanego za Q1
27.08 publikacja raportu skonsolidowanego za IH
12.09 publikacja raportu skonsolidowanego za Q3

Kurs akcji AST na tle WIG



Ceny cukru na Ukrainie

Obecne wysokie ceny cukru na Ukrainie są rezultatem niedoboru buraka cukrowego. W 2009 roku na Ukrainie rentowność uprawy wyniosła 23,4% i była najwyższa od połowy lat 90'. Był to również drugi zaraz po słoneczniku najbardziej opłacalny płód rolny. Spodziewamy się, że to zachęci mniejsze gospodarstwa rolne do zwiększenia produkcji buraka cukrowego w kolejnym sezonie. Trzech z siedmiu największych producentów cukru na Ukrainie już teraz zapowiedziało zwiększenie produkcji w kolejnym sezonie o co najmniej 30%. Sześciu największych producentów cukru na Ukrainie jest pionowo zintegrowanych z zakładami rolnymi, co sprawia, że w kolejnym sezonie nie będą mieli problemów z pozyskaniem surowca. Obecne ceny cukru na Ukrainie (po uwzględnieniu cła 50%) są o 7,1% wyższe niż ceny kontraktów na cukier (LIFFE) zapadających w maju 2010 i o 22,1% wyższe niż ceny kontraktów zapadających w sierpniu 2010.

Ceny artykułów rolnych

Stabilizująca się sytuacja gospodarcza na Ukrainie ma pozytywny wpływ na umocnienie się lokalnej waluty. To sprawia, że obniża się konkurencyjność produktów rolnych wyrażonych w hrywnie. Dalsze umocnienie lokalnej waluty sprawić będzie, że aby dalej eksportować produkty rolne z Ukrainy producenci typu Astarta będą zmuszeni obniżyć swoje ceny. To jednak negatywnie wpłynie na ich przychody i rentowność produkcji.

(mln UAH)	2007	2008	2009	2010P	2011P
Przychody	615,3	970,7	1354,8	2193,5	1714,4
EBITDA	213,7	223,5	550,5	995,4	470,1
marża EBITDA	34,7%	23,0%	40,6%	45,4%	27,4%
EBIT	178,8	150,8	457,5	881,7	351,8
Zysk netto	149,0	-89,2	323,4	769,5	240,9
P/E	24,6	-	11,3	4,8	15,2
P/CE	19,9	-	8,8	4,2	10,2
P/BV	5,0	5,8	2,7	1,7	1,7
EV/EBITDA	17,5	21,1	8,4	4,2	8,4
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%

Kurs UAH/PLN: 0,3922

Jakub Szkopek

(48 22) 697 47 40

Jakub.Szkopek@dibre.com.pl

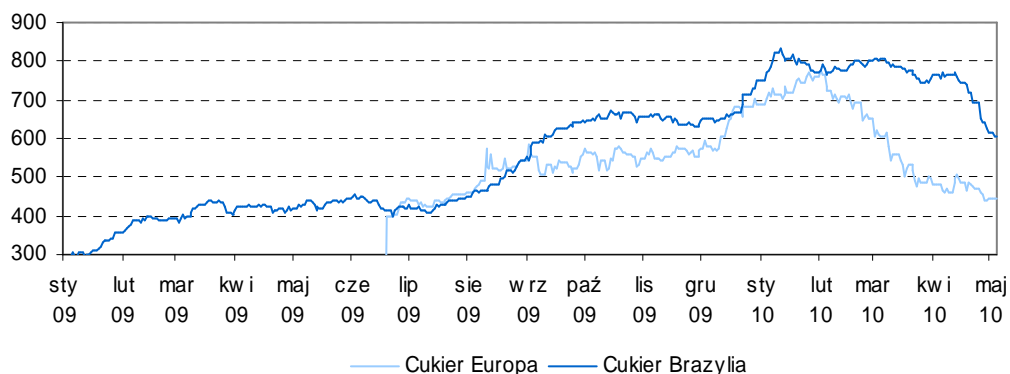
www.dibre.com.pl

Ceny cukru na świecie

Zgodnie naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami luty przyniósł spadki cen cukru na światowych rynkach. Było to reakcją na zapowiedzi związane ze zwiększeniem produkcji na terenie Brazylii oraz zmniejszeniem deficytu cukru na światowych rynkach. Według najnowszych prognoz produkcja cukru w Brazylii w bieżącym sezonie może sięgnąć 38,7 MT wobec wcześniejszej prognozy opiewającej na 35,8 MT (Brazylia jest największym na świecie producentem cukru). Dodatkowo w ostatnich tygodniach zbiorom w Brazylii pomagały intensywne deszcze. Wprawdzie przyniosły one spustoszenie na wybrzeżu, ale w centrum kraju, gdzie znajdują się plantacje trzciny cukrowej gleba zastała nasycona w wodę, przez co zbiory okazały się być bardziej obfite. Podobnie sytuacja kształtowała się w Indiach (największy światowy konsument cukru), gdzie początkowo duże opady deszczu niosły zagrożenie zniszczenia części upraw trzciny cukrowej. Efekt końcowy okazał się być jednak pozytywny dla wielkości zbiorów. W sumie w okresie od 1 października do 15 marca wytworzono 15 MT cukru trzcinowego, a do końca sezonu kończącego się 30 sierpnia planowane jest, że produkcja cukru przekroczyć może 17 MT (źródło, na jakie powoływaliśmy się w poprzedniej rekomendacji mówiło o produkcji opiewającej na 17,3 MT w Indiach w sezonie 2009/2010). Dodatkowo Indie planują w niedalekiej przyszłości sprostać własnemu zapotrzebowaniu na cukier, tak aby w przyszłości nie dochodziło do tak wysokich wzrostów cen, z jakimi mieliśmy do czynienia na przełomie 2009 i 2010 roku. Rząd nie wyklucza zastosowania specjalnych regulacji, aby zapewnić producentom trzciny cukrowej odpowiednią rentowność produkcji. Już dziś spodziewane jest, że w sezonie 2010/2011 produkcja cukru tego kraju wzrośnie do 23 MT (jako że farmerzy zwiększyli ilość terenu przeznaczanego pod produkcję trzciny cukrowej). Kwota ta odpowiada popytowi, jakiego spodziewano się na terenie tego kraju w obecnym, 2009-2010 sezonie. Spadki cen cukru na światowych rynkach były dodatkowo wspomagane za sprawą opóźnienia dostaw do krajów importujących znaczące ilości cukru. Oczekiwały one dalszej redukcji cen i odkładały w czasie zamówienia na giełdach towarowych. Pewien przystanek w spadkach cen cukru przyniósł początek kwietnia. Wówczas ceny zaczęły się stabilizować na wieść, że znaczący importerzy wznawiają zamówienia na cukier w związku z obniżonymi cenami. Aktywny w tej materii był między innymi Pakistan, który zadeklarował chęć sprowadzenia 0,7 MT do końca czerwca 2010 roku. Wtórowały mu również inne kraje regionu oraz kraje Afryki Północnej. Druga połowa kwietnia przyniosła jednak kolejne spekulacje dotyczące wzrostu produkcji w Brazylii i Indiach, a to popchnęło ceny cukru dalej na południe. W perspektywie kilku kolejnych lat na świecie nie powinniśmy mieć ponownie tak dużego niedoboru cukru, jak miało to miejsce w sezonie 2008/2009. Świadczą o tym długoterminowe plany zwiększenia mocy produkcyjnych w Indiach, Chinach, czy Tajlandii. Jeśli więc pogoda nie sprawi niespodzianki, to popyt na cukier na światowych rynkach powinien być w pełni zaspokojony.

Jak już o tym wspomnieliśmy przy okazji marcowej miesięcznicy podobne dwie hossy na rynku cukru miały miejsce w latach 70-tych. Trwały one od dwóch do trzech lat, po czym ceny osiągały swoje maksima w miesiącach zimowych (dla półkuli północnej), a później gwałtownie spadały i pozostawały na niskich poziomach. Podobnie naszym zdaniem może mieć miejsce obecnie. Nie wykluczamy, aby w perspektywie 2-3 lat światowe ceny cukru ponownie spadły do poziomu nawet 200 – 300 USD za tonę.

Cena cukru - Europa i Brazylia (USD/tonę)



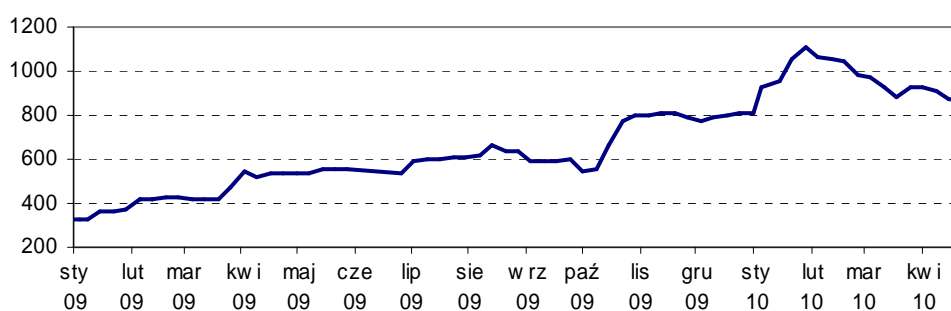
Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Ceny cukru na Ukrainie

Ceny cukru na Ukrainie podlegały podobnym tendencjom do tych, jakie mogliśmy zaobserwować na całym świecie z tą jednak różnicą, że osiągnęły one dużo wyższe niż w porównywalnych krajach poziomy. Głównym powodem tak dynamicznego wzrostu cen był znaczny deficyt cukru na Ukrainie spowodowany brakiem surowca potrzebnego do procesu produkcyjnego. Wielu rolników, szczególnie mniejszych gospodarstw rolnych zostało

zniechęconych stosunkowo niskimi poziomami rentowności buraków w roku 2007 i 2008 w stosunku do rentowności uprawy zbóż. A to przełożyło się na mniejszy areal przeznaczony pod tą uprawę. Nie bez znaczenia była również duża ilość zamykanych cukrowni w tychże latach, co dodatkowo zniechęcało rolników, którzy po sezonie pozostawali bez rynku zbytu dla swojej produkcji. Kolejną przyczyną wzrostu cen była kwota importowa na cukier, która pozwalała na sprowadzenie określonej ilości cukru z zagranicy. W roku 2009 została ona w całości (260 tys ton) rozdysponowana między producentów cukru w proporcjach, w jakich partycypują oni w krajowej produkcji cukru. Część kwoty trafiła do wytwórców, którzy ostatecznie w sezonie 2009 nie kontynuowali działalności, a częściowo do Spółek, które nie były zainteresowane importem dodatkowej ilości cukru zagranicznego na teren kraju. Skutek tego był taki, że kwota wykorzystana została wyłącznie w ilości 39,5 tys. ton. Innym czynnikiem było znaczące osłabienie krajowej waluty, co powodowało, że ukraińskie ceny cukru dynamicznie podążały za cenami za granicą. Ostatecznie niemożliwe było również sprowadzenie dodatkowych ilości cukru z Białorusi, z którą Ukraina posiada liczne umowy handlowe, oraz Rosji jako że ceny cukru w tychże krajach poszybowały na równie wysokie poziomy.

Cena cukru - Ukraina (USD/tonę)



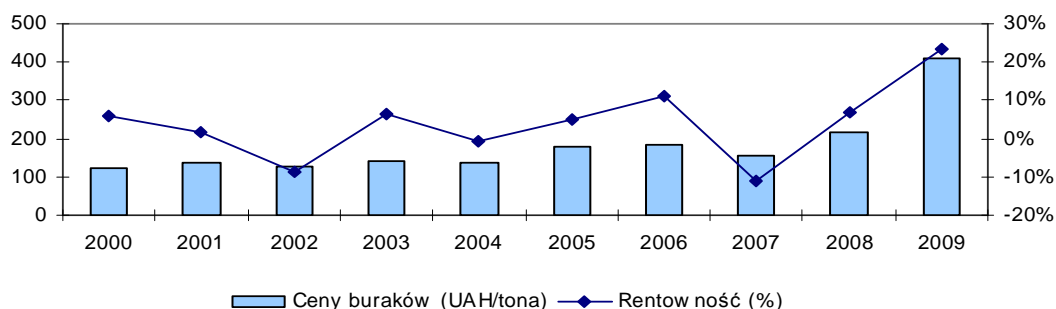
Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

W bieżącym sezonie (2009-2010) produkcja cukru na Ukrainie ma wynieść około 1,3 MT cukru wobec popytu na poziomie 1,9 MT. To powodować będzie, że na rynku krajowym deficyt cukru wyniesie około 0,45-0,60 MT. Według ostatnich danych kwota importowa na 2010 rok (267,8 tys. ton) na dzień 8 kwietnia bieżącego roku została wykorzystana w 96%. Dodatkowo istnieje możliwość sprowadzenia około 0,10-0,15 MT z preferencyjną stawką celną z krajów będących członkami WTO oraz około 0,15 MT z Białorusi z możliwością odroczenia podatku VAT i ceł importowych. Jeśli wszystkie możliwości sprowadzenia cukru zostaną wykorzystane, to deficyt cukru będzie bliski zeru i wynosić będzie 0,03 MT. Rząd prowadził już konkretne rozmowy z producentami Białoruskimi, którzy zgodzili się sprowadzić na Ukrainę cukier po cenach, jakie obowiązują obecnie na terenie ich kraju. Od działań Rządu zależeć będzie czy i kiedy wszystkie te środki pozostaną wykorzystane. Jak na razie temat wysokich cen cukru był szeroko dyskutowany w ostatniej kampanii prezydenckiej, a Rząd wykazywał dużą determinację w zmniejszeniu cen cukru na Ukrainie. Niezależnie jednak od skuteczności działań polityków, naszym zdaniem do momentu rozpoczęcia kolejnej kampanii cukrowej (jesień) ceny cukru na Ukrainie nadal będą pozostawać wysokie (7000 UAH – 4000 UAH). Będą one jednak kontynuowały swój dotychczasowy trend spadkowy.

W kolejnym 2010-2011 sezonie Ministerstwo Rolnictwa Ukrainy zapowiada, że wielkość arealu przeznaczonego pod uprawę buraka cukrowego wzrośnie o 41% r/r do 450 tys. ha. Nie są dotychczas znane wszystkie środki, jakimi Rząd chciałby zachęcić rolników do wspomnianej uprawy oprócz tego, że planuje się zwiększenie subsydiów do uprawy buraka cukrowego z 750 UAH/ha do 1000 UAH/ha. Środek ten będzie miał jednak ograniczone przełożenie ze względu na fakt, że dotychczas przyznawane dofinansowania produkcji rolniczej pozostawały wyłącznie na papierze jako, że kryzys znacząco zredukował wpływy budżetowe, przez co Rząd w poprzednim roku nie wywiązał się z przyznanych subsydiów. Naszym zdaniem bez względu na środki, jakie zamierza zastosować Rząd najważniejsze dla zwiększenia arealu buraka będą mechanizmy rynkowe. W bieżącym sezonie niedobór buraka cukrowego przełożył się bezpośrednio na jego ceny, które wzrosły z 218,9 UAH za tonę w 2008 roku do 409,9 UAH za tonę w 2010 roku. Wyższe ceny buraka spowodowały, że rentowność tejże uprawy wzrosła z 7,1% w 2008 do 23,4% w 2010 roku. Wysoka rentowność z pewnością skłaniać będzie mniejsze gospodarstwa rolne do tejże produkcji, jako że są one w dużo większym stopniu narażone na spekulację i podlegają znacznie większej iluzji niż większe gospodarstwa rolne (mniejsza ilość buraków cukrowych w bieżącym sezonie to w znaczącej mierze efekt zmniejszenia arealu przeznaczonego pod tą uprawę przez mniejsze gospodarstwa rolne). Uprawa buraka cukrowego obok nasion słonecznika była najbardziej

rentowną uprawą na Ukrainie w 2009 roku.

Ceny i rentowność uprawy buraków na Ukrainie w latach 2000 - 2009



Źródło: The State Committee of Statistics - Ukraina, DI BRE Banku

W przypadku dużych gospodarstw rolnych zwiększenie uprawy buraka cukrowego będzie najpewniej następowała w gospodarstwach zintegrowanych pionowo z przetwórstwem cukru. Tak się jednak składa, że spółki cukrowe na Ukrainie odpowiadające za ponad 55% produkcji cukru na terenie kraju w 2009 roku są zintegrowane pionowo z zakładami rolnymi dostarczającymi potrzebnego surowca. Niektóre z nich, w tym również Astarta, już zapowiedziały chęć zwiększenia arealów pod produkcję buraka cukrowego. Trzech z wymienionych niżej producentów zapowiada zwiększenie produkcji cukru w kolejnym sezonie o co najmniej 30%.

Udział w rynku cukru, areal uprawny i planowane zwiększenia mocy produkcyjnych największych producentów cukrów na Ukrainie

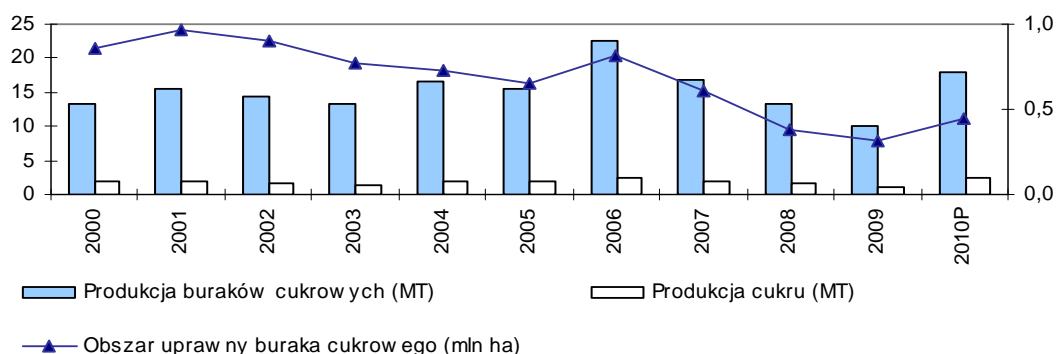
Spółka	Udział w rynku cukru w 2009 roku	Areal uprawny na koniec 2008 roku	Planowane zwiększenie mocy produkcji cukru sezonie 2010/2011
Astarta	17,8%	175 tys. ha	42%
Ukrros	10,3%	120 tys. ha	bd.
Ukrprom-invest	8,1%	90 tys. ha	31%
Rise-Tsukor	8,0%	115 tys. ha	bd.
Mriya	5,9%	150 tys. ha	bd.
Dakor	mniej niż 5%	163 tys. ha*	41%

Źródło: DI BRE Banku

*Prognozowany stan na koniec 2009 roku

Naszym zdaniem, jeśli warunki pogodowe będą wystarczająco sprzyjające, to w sezonie 2010-2011 produkcja buraków cukrowych na Ukrainie sięgnąć może 15,8-18,0 MT, to następnie przełoży się na produkcję cukru w wielkości 2,0-2,5 MT w zależności od tego, jaką zawartość cukru w buraku uda się otrzymać farmerom. Wiele gospodarstw nie zdążyło bowiem z przygotowaniem ziemi pod produkcję buraka na jesień, co z pewnością wiązać się będzie z niższą zawartością cukru w burakach w bieżącym sezonie. Tym niemniej jednak znacznie większa podaż surowca sprawić będzie, że sama produkcja na terenie kraju wystarczy by zaspokoić popyt sięgający 2,0MT rocznie. Ponadto wciąż jeszcze możliwe będzie sprowadzenie w roku 2011 około 250-280 tys. ton cukru w ramach corocznie ustalonej w ramach WTO kwoty importowej.

Produkcja buraków cukrowych i cukru (skala lewa) oraz obszar uprawny buraka cukrowego (skala prawa) na Ukrainie



Źródło: The State Committee of Statistics - Ukraina, DI BRE Banku

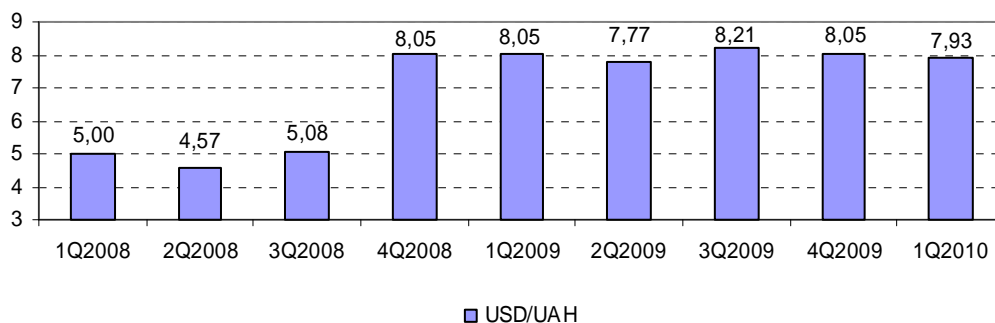
Niewykluczone, że w dłuższym okresie wysokie ceny cukru na Ukrainie zachęcą do wejścia na rynek nowych graczy i przywrócenia działalności starych zakładów. Pamiętać należy, że na terenie Ukrainy przed 1991 rokiem produkowano więcej jak 5,0 MT cukru rocznie. Mimo, że duża część z zamkniętych cukrowni znajduje się w opłakanym stanie, to są takie, wygasłe stosunkowo niedawno, w których można by dalej prowadzić produkcję po poniesieniu pewnych wydatków inwestycyjnych.

Naszym zdaniem perspektywa zwiększenia produkcji cukru na Ukrainie powodować będzie, że ceny będą dynamicznie podążać wytyczonym dotychczas spadkowym trendem. Niewykluczone również, że w przypadku klientów biznesowych, bardziej wrażliwych na cenę niż indywidualni konsumenci, producenci napojów i produktów słodczy będą przesuwali zamówienia w możliwie jak najdalszą przyszłość w oczekiwaniu na niższą możliwą do uzyskania cenę surowca. To naszym zdaniem dodatkowo działać może na obniżkę krajowych cen.

Ceny artykułów rolnych na Ukrainie

Naszym zdaniem w dłuższej perspektywie czasowej istnieje zagrożenie spadku lokalnych cen produktów rolnych na Ukrainie w ślad za umacniającą się lokalną walutą do dolara. Drastyczne osłabienie hrywnej w czwartym kwartale 2008 roku sprawiło, że produkcja rolnicza na Ukrainie, która od lat była przedmiotem eksportu gwałtownie stała się bardzo konkurencyjna na międzynarodowych rynkach. To zwiększyło ilość spółek chcących pozyskać zboże i rośliny oleiste wyprodukowane na terenie naszego wschodniego sąsiada. Większy popyt i konwergencja cenowa z rynkami zagranicznymi sprawiła, że ceny płodów rolnych wyrażonych w hrywnej wzrosły, a to przełożyło się również na wyniki rentowności produkcji rolnej. Eksporterzy za sprzedawane produkty rolne otrzymują zapłatę w dolarze, a spółki rolne typu Astarta sprzedają większość towarów w zamian za hrywnę. Pod koniec 2009 roku kurs UAH/USD wyraźnie się ustabilizował i biorąc pod uwagę, to że gospodarka najgorsze ma już za sobą powoli następuje zmiana dotychczas odczuwanego trendu na rynku walutowym. Na przestrzeni tylko 1Q2010 hrywna umocniła się do dolara o 1,5% do poziomu 7,92 UAH/USD. Ruchy aprecjacyjne będą tym bardziej niekorzystne dla producentów zlokalizowanych na terenie Ukrainy o ile światowy wzrost cen produktów rolnych będzie niższy aniżeli dynamika, z jaką umacniać się będzie ukraińska waluta. Jeśli również ceny produktów rolnych na Ukrainie, wyrażonych w lokalnej walucie będą rosły wolniej aniżeli umacniać się będzie złotówka do hrywnej, to w długim okresie ceny akcji Astarty na polskiej giełdzie będą stawały się coraz mniej atrakcyjne dla inwestorów.

Notowania USD/UAH na Ukrainie



Źródło: Bloomberg, DI BRE Banku

Wyniki 4Q2009 (1Q2010)

Wyniki za czwarty kwartał 2009 roku nie w pełni pokrywają się z naszymi wcześniejszymi przewidywaniami. Przede wszystkim przychody ze sprzedaży okazały się niższe niż przewidywaliśmy o 13,3%. Spółka zdecydowała się sprzedać wolumenowo o 17,7% mniej cukru niż wcześniej zakładaliśmy. W sumie segment produkcji cukru wykazał przychody o 15,0% niższe niż przewidywaliśmy wcześniej. Również inaczej niż wcześniej zakładaliśmy przedstawiała się struktura sprzedanego zboża w 4Q2009, przez co uzyskiwane przychody różniły się od naszych. Pod względem ilości sprzedanego zboża nasze szacunki były o 1,6% wyższe niż wynikało to ze stanu rzeczywistego. Segment produkcji roślinnej przyniósł przychody o 21,4% niższe niż przewidywaliśmy. Wyższe niż szacowaliśmy okazały się być ceny mleka na Ukrainie, co sprawiło że przychody segmentu produkcji zwierzęcej były o 70,8% wyższe niż zakładaliśmy.

Wyższa o 26,0% okazała się być również wartość zysku operacyjnego. Głównie ze względu na niższe koszty wytworzenia oraz mniejsze koszty transportu związane z mniejszymi od zakładanych wolumenami sprzedaży cukru. Wyższe niż oczekiwaliśmy były również pozostałe przychody związane z aktualizacją wyceny aktywów biologicznych w segmencie produkcji

mleka, jako że ceny tego ostatniego wzrosły bardzo dynamicznie. Wbrew naszym przewidywaniom inaczej jak w przypadku wszystkich subsydiów związanych z produkcją rolną Rząd dosyć skrupulatnie wywiązał się z regulacji subsydiów związanych z podatkiem VAT. Popycja ta znalazła się w kwocie 47,6 mln UAH w pozostałych przychodach operacyjnych i również miała istotny wpływ na wyższą wartość zysku operacyjnego.

Wartość EBITDA była o 44,7% wyższa niż wcześniej zakładaliśmy, głównie za sprawą wyższej wartości wymienionego zysku operacyjnego oraz większej niż przewidywaliśmy amortyzacji w związku z przeprowadzonymi inwestycjami.

Zysk brutto odbiegał od naszych prognoz wyłącznie o 7,4%, mimo że był znacznie bardziej niż przewidywaliśmy obciążony przez wydatki związane z obsługą zadłużenia. Zysk netto był o 47,0 % wyższy od naszych oczekiwań przede wszystkim za sprawą niższych obciążeń podatkowych. W sumie kwota podatku w 4Q2009 wyniosła jedynie 5,2 mln UAH wobec prognozowanych 28,6 mln UAH. Szacowaliśmy, że w związku z mniejszą ilością podmiotów uprzywilejowanych do płacenia stałej kwoty podatkowej FAT (13 w 2009 roku wobec 58 w 2010 roku) obciążenia podatkowe będą wyższe niż w roku 2008. (Podatek FAT będzie jeszcze obowiązywał na Ukrainie do 1 stycznia 2011 roku).

Realizacja Prognoz DI BRE dla Spółki Astarta w 4Q2009

(mln UAH)	4Q2009P	różnica	4Q2009	zmiana	4Q2008	2009P	różnica	2009	zmiana	2008
Przychody	594,1	-13,3%	515,0	20,6%	427,1	1 470,4	-7,9%	1 354,8	39,6%	970,7
EBITDA	110,3	44,7%	159,6	-	-23,1	501,2	9,8%	550,5	146,4%	223,5
marża	18,6%	-	31,0%	-	-5,4%	34,1%	-	40,6%	-	23,0%
EBIT	107,5	26,0%	135,4	-	-49,1	429,6	6,5%	457,5	203,4%	150,8
Zysk brutto	93,2	7,4%	100,1	-	-268,6	321,8	2,1%	328,7	-	-116,5
Zysk netto	64,6	47,0%	95,0	-	-242,6	293,1	10,3%	323,3	-	-89,2

Źródło: DI BRE Banku, Astarta

Wyższe wspomniane ceny cukru oraz znacznie większe wolumeny produkcji rolnej w ramach Astarty przyczyniły się do wyższych o 20,6% r/r przychodów ze sprzedaży. Na sytuację dodatkowo pozytywnie działało zwiększenie mocy przerobowych w segmencie hodowli zwierząt (większa ilość krów i mleka) oraz dynamicznie rosnące w czwartym kwartale ceny mleka. To wszystko miało wpływ na większą rentowność produkcji i wyższy poziom zysku operacyjnego, który wzrósł w czwartym kwartale 2009 roku do poziomu 135,4 mln UAH. Wartość EBITDA wzrosła do 159,6 mln UAH zarówno za sprawą rosnącego zysku operacyjnego jak i amortyzacji związanej z nowymi inwestycjami. Zysk netto osiągnął poziom 95,0 mln PLN i był wysoki również za sprawą niskich wspomnianych obciążeń podatkowych.

Skrócony rachunek zysków i strat Spółki Astarta w 4Q2009

(mln UAH)	2008	2009	zmiana	4Q2008	4Q2009	zmiana
Przychody w tym:	970,7	1 354,8	39,6%	427,1	515,0	20,6%
Produkcja Cukru	642,4	888,5	38,3%	299,2	348,3	16,4%
Rolnictwo	232,7	336,7	44,7%	97,1	127,9	31,7%
Hodowla zwierząt	72,0	93,1	29,4%	13,1	28,0	114,3%
Inne	34,0	36,5	7,2%	17,8	10,7	-39,6%
EBIT	150,8	457,5	203,4%	-49,1	135,4	-
marża EBIT	15,5%	33,8%	-	-11,5%	26,3%	-
EBITDA	223,5	550,5	146,4%	-23,1	159,6	-
marża EBITDA	23,0%	40,6%	-	-5,4%	31,0%	-
Zysk netto	-89,2	323,4	-	-242,6	95,0	-

Źródło: DI BRE Banku, Astarta

Ogólnie wyniki za czwarty kwartał zaskoczyły nas w związku z wyższą od przewidywanej amortyzacją oraz niższą wartością zapłaconego podatku od osób prawnych.

Inwestycje Spółki

Areał rolny

Spółka nadal utrzymuje dużą determinację w poszerzaniu dostępnego areału przeznaczonego pod produkcję rolną i zapowiada kolejne przejęcia istniejących na rynku zakładów rolnych. W samym tylko roku obecnym Spółka zmierza zwiększyć areał z 175 tys. ha do 200 tys. ha. Na Ukrainie stosunkowo wysoka rentowność działalności rolnej i sprzyjające warunki do prowadzenia wielkoobszarowego rolnictwa sprawiły, że spółki agrarne chętnie przejmowały istniejące mniejsze i o ograniczonej płynności zakłady dzierżawiące ziemię. W procesie tym uczestniczyły również podmioty z dostępem do zagranicznego kapitału. Rezultatem tego jest wzrost oczekiwań cenowych właścicieli obecnie istniejących zakładów rolnych. Okazuje się, że

obecnie coraz trudniej jest zakładom rolnym znajdować podobne okazje jak miało to miejsce we wcześniejszych latach. Dlatego więc raczej sceptycznie postrzegamy możliwość podtrzymania długoterminowej stopy przyrostu ziemi uprawnej rzędu 30%. W naszej prognozie zakładamy, że w kolejnych latach Spółce uda się corocznie poszerzać ziemię uprawną o 10 tys. ha rocznie.

Biogazownie

Przy okazji wyników za 4Q2009 Spółka przedstawiła plany budowy biogazowni, które miałyby działać w pobliżu istniejących cukrowni. Biogazownia miałyby spalać odpadki pozostające po procesie przetwórstwa buraka cukrowego. Uzyskiwane w wyniku tego ciepło i prąd w dużej mierze przełożyłoby się na zwiększenie efektywności działalności produkcyjnej poprzez zmniejszenie ilości zużywanego gazu ziemnego. Jak na razie nie ma jeszcze konkretnych planów. Obecnie w grupie Astarty działalność operacyjną prowadzi 6 rozproszonych na terenie Ukrainy cukrowni.

Cukrownie

Zarząd przy wynikach za 4Q2009 zapowiedział, że gdyby nadarzyła się jakaś odpowiednia okazja, to Spółka mogłaby zwiększyć ilość pracujących w ramach grupy cukrowni. Obecnie na terenie Ukrainy około 45% produkcji cukru znajduje się w rękach drobnych zakładów, co sprawia, że rynek jest stosunkowo rozdrobniony. To sprawiać będzie, że Spółka nie powinna mieć raczej problemów z identyfikacją i pozyskaniem nowego zakładu zajmującego się produkcją cukru.

Prognoza 1Q2010

W związku z opublikowaniem wyników finansowych za 4Q2009 po czasie, w jakim zdecydowaliśmy się na publikację prognozy na pierwszy kwartał i pewnymi czynnikami, które odbiegały od założonego przez nas scenariusza postanowiliśmy zrewidować nasze szacunki dotyczących wyników za pierwszy kwartał 2010 roku. Zmiany dotyczą głównie poziomu przychodów ze sprzedaży, który jest o 15,1% niższy niż wcześniej zakładaliśmy głównie ze względu na mniejszą niż spodziewaliśmy się premię cen cukru Astarty w stosunku do cen hurtowych cukru na Ukrainie (ceny, jakie Spółka uzyskuje od producentów napoi i słodczy są wyższe od rynkowych o 5-10%, natomiast w czwartym kwartale po uwzględnieniu podatku VAT Astarta sprzedawała cukier po średniej cenie z dyskontem do hurtowych cen cukru na Ukrainie wynoszącym 1,6%). Zmianie uległy również wartości zysku operacyjnego (-6,6% względem wcześniejszych prognoz) i EBITDA (-0,1% względem wcześniejszych prognoz). Niższa wartość zysku operacyjnego związana jest z niższymi przychodami, a wyższa wartość EBITDA wiąże się z większą niż wcześniej założyliśmy amortyzacją. Największa różnica ma miejsce na poziomie zysku netto, który jest o 15,5% wyższy niż wynikało, to z wcześniejszych szacunków. Jest to wynikiem niższego niż wcześniej zakładaliśmy obciążenia podatkowego związanego z bardziej efektywnego rozliczenia podatku FAT w grupie.

Prognozy DI BRE dla Spółki Astarta w 1Q2010

(mln UAH)	IQ2010P	IQ2009	zmiana	2010P	2009	zmiana	2011P	2010P	zmiana
Przychody	396,1	233,8	69,4%	2 193,5	1 354,8	61,9%	1714,4	2 193,5	-21,8%
EBITDA	190,9	41,2	363,4%	995,4	550,5	80,8%	470,1	995,4	-52,8%
marża	48,2%	17,6%		45,4%	40,6%		27,4%	45,4%	
EBIT	162,5	18,3	788,9%	881,7	457,5	92,7%	351,8	881,7	-60,1%
Zysk brutto	150,5	2,9		806,6	328,7	145,4%	321,3	806,6	-60,2%
Zysk netto	143,0	9,6	1386,2%	769,5	323,4	137,9%	240,9	769,5	-68,7%

Źródło: DI BRE Banku, Astarta

Wycena

Wartość Spółki Astarta szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9-ciu miesięcy wynosi 45,83 PLN.

	waga	cena
Wycena porównawcza (PLN)	50%	42,51
Wycena DCF (PLN)	50%	40,82
	cena wynikowa	41,66
	cena docelowa za 9 m-cy	45,83

Źródło: DI BRE Banku

W analizie porównawczej decydujemy się na 30% dyskonto względem spółek działających w branży. Wynika to przede wszystkim z faktu, że koszt kapitału własnego podmiotów działających na Ukrainie znacznie przekracza ten działających na innych rynkach.

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E 2009	P/E 2010P	P/E 2011P	P/E 2012P	EV/EBITDA 2009	EV/EBITDA 2010P	EV/EBITDA 2011P	EV/EBITDA 2012P
AGRANA BETEILIGUNGS AG	Austria	-	17,1	16,4	13,9	12,1	9,3	8,5	7,8
BAJAJ HINDUSTHAN LIMITED	Indie	44,8	5,8	8,8	9,6	12,0	5,8	7,9	8,2
COSAN SA INDUSTRIA COMERCIO	Brazylia	-	10,4	9,3	11,9	-	7,1	5,3	6,1
DELTA SUGAR	Egipt	22,2	7,8	6,4	6,2	9,4	5,7	5,2	5,1
DHAMPUR SUGAR MILLS LTD	Indie	6,4	3,3	2,1	3,2	-	-	-	-
ILLOVO SUGAR LTD	RPA	14,1	15,9	13,0	12,0	9,4	8,3	6,8	6,0
KWS SAAT AG	Niemcy	16,5	15,5	13,2	12,0	8,6	7,7	6,9	6,4
RAZGULAY GROUP-CLS	Rosja	-	-	17,3	10,6	8,5	6,8	5,8	5,1
ROGERS SUGAR INC FD-TR UTS	Kanada	-	7,9	9,0	-	9,1	7,8	7,8	-
SUEDZUCKER AG	Niemcy	18,4	14,6	12,0	10,9	8,8	7,8	7,2	6,9
TONGAAT HULETT LTD	RPA	15,3	13,9	11,8	9,9	8,8	7,2	6,7	5,9
TRIVENI ENGINEERING & INDUS	Indie	15,8	12,5	12,9	11,9	8,1	7,8	8,2	8,1
VIRO TVORNICA SECERA	Chorwacja	-	12,7	8,3	12,6	13,4	6,6	5,4	6,0
Maksimum		44,8	17,1	17,3	13,9	13,4	9,3	8,5	8,2
Minimum		6,4	3,3	2,1	3,2	8,1	5,7	5,2	5,1
Mediana		16,1	12,6	11,8	11,4	9,1	7,5	6,8	6,1
Astarta		11,3	4,8	15,2	15,4	8,4	4,2	8,4	8,2
premia (dyskonto)		42,4%	165,2%	22,3%	25,9%	-11,0%	-89,4%	20,1%	28,1%
Implikowana wycena									
Mediana		16,1	12,6	11,8	11,4	9,1	7,5	6,8	6,1
Dyskonto			30%	30%	30%		30%	30%	30%
Waga wskaźnika			50%				50%		
Waga roku			20%	30%	50%		20%	30%	50%
Wartość firmy na akcję (UAH)		108,38							
Wartość firmy na akcję (PLN)		42,51							

Źródło: DI BRE Banku, Bloomberg

Do przeprowadzenia analizy wskaźnikowej zastosowaliśmy dwa wskaźniki: ceny akcji do zysku netto na akcję oraz wartości ekonomicznej do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację. Wskaźnik P/E Spółki Astarta jest niższy niż u konkurentów z branży w 2009 i 2010 roku, z kolei wyższy w pozostałych latach. Wskaźnik EV/EBITDA dla Spółki jest niższy niż u konkurentów z branży w 2009 i 2010 roku, natomiast wyższy we wszystkich pozostałych badanych latach. Implikowana wycena Spółki Astarta wynosi 42,51 PLN na akcję.

Wycena DCF

Naszą wycenę konstruujemy na następujących założeniach:

- Stopa wolna od ryzyka na Ukrainie = 7,55% (rentowność 8-mio letnich obligacji Skarbu Państwa kwotowanych w USD)
- Wzrost FCF po roku 2018 = 2,0%
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0.
- Zakładamy, że Spółka dywidendę najprędzej wypłaci za rok obrotowy 2010. (Spółka decyduje o wypłacie dywidendy uzależnia od akcjonariuszy)
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie na koniec 2009 roku.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na koniec kwietnia 2010 roku.
- Nasz model uwzględnia nie pieniężny efekt związany z umocnieniem się hrywnej do dolara w kolejnych latach na skutek przeszacowania wartości portfela kredytów kwotowanego w dolarze amerykańskim.
- Uwzględniamy niższą stopę podatkową związaną z możliwością rozliczenia podatku FAT w grupie do 1 stycznia 2011 roku (do tego terminu obowiązuje preferencyjny sposób rozliczania podatku od osób prawnych dla spółek rolniczych na Ukrainie).

Założenia makroekonomiczne:

Ceny	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Buraki cukrowe (USD/tona)	50,0	36,1	34,3	33,6	33,5	33,6	33,6	33,7	33,8	34,3
Buraki cukrowe (UAH/tona)	402,5	290,8	276,3	270,7	269,8	270,3	270,8	271,3	271,8	275,9
Cukier (USD/tona)	630,0	400,0	380,0	391,8	399,7	405,8	409,9	414,1	418,3	422,5
Cukier (UAH/tona)	5 008,5	3 021,0	2 783,9	2 783,9	2 783,9	2 783,9	2 783,9	2 783,9	2 783,9	2 783,9
Melasa (USD/tona)	92,9	93,8	94,8	95,7	96,7	97,7	98,6	99,6	100,6	101,6
Melasa (UAH/tona)	748,0	755,5	763,0	770,7	778,4	786,2	794,0	802,0	810,0	818,1
Mleko (USD/tona)	300,0	255,0	258,8	262,7	266,6	270,6	274,7	278,8	281,6	284,4
Mleko (UAH/tona)	2 415,0	2 052,8	2 083,5	2 114,8	2 146,5	2 178,7	2 211,4	2 244,6	2 278,2	2 312,4
Pszenica (USD/tona)	157,8	164,4	171,6	174,1	173,0	173,4	174,6	174,8	176,6	178,3
Pszenica (UAH/tona)	1 254,5	1 241,8	1 257,3	1 237,0	1 204,8	1 189,7	1 186,0	1 175,2	1 175,1	1 175,0
Jęczmień (USD/tona)	140,7	146,6	153,0	155,2	154,2	154,6	155,7	155,8	157,4	159,0
Jęczmień (UAH/tona)	1 118,3	1 107,0	1 120,9	1 102,7	1 074,0	1 060,6	1 057,3	1 047,7	1 047,6	1 047,5
Słonecznik (USD/tona)	338,1	351,0	378,3	369,0	366,1	376,7	385,3	383,7	387,6	391,5
Słonecznik (UAH/tona)	2 688,2	2 651,2	2 771,7	2 622,0	2 549,3	2 584,1	2 616,6	2 579,9	2 579,7	2 579,4
Kukurydza (USD/tona)	163,2	169,3	175,4	173,8	175,0	176,9	170,9	167,9	169,6	171,3
Kukurydza (UAH/tona)	1 297,4	1 278,4	1 285,1	1 235,0	1 219,0	1 213,4	1 160,3	1 128,8	1 128,7	1 128,5
Soja (USD/tona)	380,2	396,2	413,5	419,4	416,8	417,9	420,8	421,2	425,4	429,6
Soja (UAH/tona)	3 022,6	2 992,1	3 029,4	2 980,5	2 902,9	2 866,5	2 857,6	2 831,6	2 831,3	2 831,0
Rzepak (USD/tona)	391,0	407,4	425,3	431,3	428,7	429,8	432,7	433,1	437,5	441,8
Rzepak (UAH/tona)	3 108,5	3 077,1	3 115,5	3 065,1	2 985,4	2 947,9	2 938,7	2 912,0	2 911,8	2 911,5
Tysiące ton	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Ilość przetworzonych buraków	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0	2 200,0
Ilość sprzedanego cukru	291,7	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0	330,0
Ilość zberanych buraków	2 064,0	2 115,6	2 168,5	2 222,7	2 278,3	2 335,2	2 393,6	2 453,4	2 514,8	2 577,7
Ilość zebranej pszenicy	150,7	169,9	184,2	197,3	207,0	216,9	227,0	237,2	247,6	254,2
Ilość zebranego jęczmienia	84,2	92,7	101,4	109,5	115,8	122,1	128,6	135,2	141,9	146,0
Ilość zebranego słonecznika	32,4	33,2	37,2	41,3	45,5	49,7	53,9	58,2	62,5	66,9
Ilość zebranej kukurydzy	107,7	122,5	138,1	153,0	168,5	184,6	201,2	218,4	235,1	244,9
Ilość zebranej Soi	38,0	43,0	47,5	51,5	55,5	59,0	62,6	66,2	69,9	71,7
Kursy walutowe	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
USD/UAH	7,95	7,55	7,33	7,11	6,96	6,86	6,79	6,72	6,66	6,59
zmiana	-1,1%	-5,0%	-3,0%	-3,0%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%

Źródło: DI BRE Banku

W naszej prognozie zakładamy, że kurs ukraińskiej hrywnej będzie się umacniał w stosunku do dolara amerykańskiego, oraz oczekujemy zmian cen zbóż i cukru według prognozy OECD oraz mleka według prognozy amerykańskiego ministerstwa rolnictwa. Oczekujemy, że od 2011 roku wykorzystanie mocy produkcyjnych cukrowni będzie na poziomie 2200 tysięcy ton rocznie.

**Wielkość areалу uprawnego Astarty**

Tys. ha	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Buraki cukrowe	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Pszenica	31	33	35	36	38	39	40	42	43	44
Jęczmień	26	27	29	30	31	33	34	36	37	38
Pastewne	17	18	20	21	23	24	26	27	28	29
Soja	22	23	25	26	28	29	31	32	33	34
Słonecznik	12	13	15	16	18	19	20	22	23	24
Kukurydza	14	15	17	18	20	21	23	24	25	26
Odłóg	8	9	11	12	14	15	17	18	19	20
Inne	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Suma	175	185	195	205	215	225	235	245	255	260

Źródło: DI BRE Banku

W prognozie uwzględniamy potencjalne zwiększenie areалу rolnego. Zakładamy, że Spółka co roku będzie zwiększała areal uprawny o 10 tys ha, a w nieskończoności nie nastąpi zwiększenie ziem uprawnych. Zakładamy również, że wielkość zbiorów z hektara ziemi dla poszczególnych upraw będzie wzrastała wraz z większą intensywnością prowadzenia produkcji rolnej.

Wielkość zbiorów poszczególnych upraw w ramach Astarty

Ton z 1 ha	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
Buraki cukrowe	48,00	49,20	50,43	51,69	52,98	54,31	55,67	57,06	58,48	59,95
Pszenica	4,86	5,10	5,31	5,47	5,52	5,58	5,63	5,69	5,75	5,80
Jęczmień	3,24	3,40	3,54	3,64	3,68	3,72	3,75	3,79	3,83	3,87
Soja	1,73	1,85	1,92	1,97	2,01	2,03	2,05	2,07	2,09	2,10
Słonecznik	2,77	2,80	2,81	2,82	2,84	2,85	2,87	2,88	2,89	2,91
Kukurydza	7,70	8,00	8,24	8,41	8,58	8,75	8,92	9,10	9,24	9,33

Źródło: DI BRE Banku



Model DCF

(mln UAH)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	+
Przychody ze sprzedaży	2 193,5	1 714,4	1 758,8	1 841,7	1 919,8	2 003,2	2 080,2	2 154,6	2 242,4	2 318,3	2 357,9
zmiana	61,9%	-21,8%	2,6%	4,7%	4,2%	4,3%	3,8%	3,6%	4,1%	3,4%	1,7%
EBITDA	995,4	470,1	479,3	539,3	591,8	644,4	690,2	734,3	787,5	833,6	842,3
marża EBITDA	45,4%	27,4%	27,3%	29,3%	30,8%	32,2%	33,2%	34,1%	35,1%	36,0%	35,7%
Amortyzacja	113,7	118,3	119,2	120,2	121,1	122,1	123,0	124,0	124,9	125,8	126,8
EBIT	881,7	351,8	360,0	419,1	470,6	522,4	567,2	610,4	662,6	707,7	715,5
marża EBIT	40,2%	20,5%	20,5%	22,8%	24,5%	26,1%	27,3%	28,3%	29,5%	30,5%	30,3%
Opodatkowane EBIT	37,0	80,3	79,6	94,9	106,6	119,2	130,0	141,4	155,0	167,0	167,9
NOPLAT	844,7	271,4	280,4	324,2	364,1	403,2	437,2	469,0	507,5	540,7	547,6
CAPEX	-165,0	-129,0	-129,7	-130,6	-131,6	-132,5	-133,5	-134,4	-135,4	-136,3	-126,8
Kapitał obrotowy	-239,4	112,6	-11,8	-21,8	-20,1	-21,1	-19,0	-18,1	-21,0	-17,8	-9,2
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	554,0	373,4	258,2	292,0	333,6	371,7	407,7	440,5	476,1	512,4	538,4
WACC	13,0%	13,1%	13,1%	13,2%	13,3%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
współczynnik dyskonta	0,92	0,81	0,72	0,63	0,56	0,49	0,43	0,38	0,33	0,29	0,26
PV FCF	510,6	304,3	185,9	185,4	186,6	182,9	176,3	166,9	158,3	150,1	138,9
WACC	13,0%	13,1%	13,1%	13,2%	13,3%	13,3%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Koszt długu	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%	9,38%
Stopa wolna od ryzyka	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%	7,55%
Premia za ryzyko	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%	1,83%
Efektywna stopa podatkowa	4,6%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Dług netto / EV	11,7%	7,3%	6,8%	5,5%	4,4%	3,3%	2,2%	0,8%	0	0	0
Koszt kapitału własnego	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0% **Analiza wrażliwości (PLN)**

Wartość rezydualna (TV)	4 663,2	Wzrost FCF w nieskończoności					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 365,7	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	5,0%	
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy	2 207,3	WACC +2,0pp	33,48	34,50	35,67	37,02	40,49
Wartość firmy (EV)	3 573,0	WACC +1,0pp	37,16	38,43	39,90	41,62	46,16
Dług netto	960,3	WACC	41,42	43,02	44,90	47,13	53,17
Inne aktywa nieoperacyjne	0,0	WACC -1,0pp	46,40	48,45	50,88	53,83	62,06
Udziałowcy mniejszościowi	10,9	WACC -2,0PP	52,31	54,96	58,17	62,13	73,68
Wartość firmy	2 601,8						
Liczba akcji (mln.)	25,0						
Wartość firmy na akcję (UAH)	104,07						
9-cio miesięczny koszt kapitału własnego	10,0%						
Cena docelowa (UAH)	114,48						
Cena docelowa (PLN)	44,90						
EV/EBITDA dla ceny docelowej	3,8						
P/E (*10) dla ceny docelowej	3,8						
Udział TV w EV	38,2%						



Rachunek Wyników

(mln UAH)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przychody ze sprzedaży	615,3	970,7	1 354,8	2 193,5	1 714,4	1 758,8	1 841,7	1 919,8	2 003,2
zmiana		57,8%	39,6%	61,9%	-21,8%	2,6%	4,7%	4,2%	4,3%
Produkcja cukru	411,4	642,4	888,5	1 294,2	961,4	919,7	945,5	963,2	977,0
Cukier	343,7	556,1	807,1	1 183,6	850,1	807,6	832,6	849,5	862,5
Melasa	25,3	34,0	40,3	64,2	64,8	65,5	66,1	66,8	67,5
Buraki, pasze	15,0	18,3	16,8	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0	22,0
Inne cukrowe	27,4	34,0	24,3	24,4	24,5	24,7	24,8	24,9	25,0
Rolnictwo (rośliny)	148,5	232,7	336,7	740,1	599,4	676,2	725,1	777,4	838,8
Rolnictwo (zwierzęta)	51,4	72,0	93,1	122,7	117,2	126,4	134,7	142,7	151,0
Koszty wytworzenia	467,6	766,8	894,0	1 208,5	1 224,3	1 257,7	1 280,5	1 305,3	1 335,3
Koszty zarządu	52,6	91,5	92,1	95,2	98,3	101,6	105,1	108,7	112,5
Koszty sprzedaży	29,1	53,5	64,6	83,5	92,1	93,5	95,0	96,6	98,4
Pozostała działalność operacyjna netto	88,2	42,0	196,8	75,4	52,1	54,1	57,9	61,5	65,3
EBIT	178,8	150,8	457,5	881,7	351,8	360,0	419,1	470,6	522,4
zmiana		-15,7%	203,4%	92,7%	-60,1%	2,3%	16,4%	12,3%	11,0%
marża EBIT	29,1%	15,5%	33,8%	40,2%	20,5%	20,5%	22,8%	24,5%	26,1%
Wynik na działalności finansowej	-62,5	-342,3	-133,8	-75,1	-30,4	-41,6	-39,6	-44,4	-45,8
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	-3,2	1,1	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	148,4	-116,5	328,7	806,6	321,3	318,5	379,5	426,2	476,6
Podatek dochodowy	0,6	27,2	5,4	37,0	80,3	79,6	94,9	106,6	119,2
Udziałowcy mniejszościowi	-0,7	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Zysk netto	149,0	-89,2	323,4	769,5	240,9	238,7	284,5	319,5	357,3
zmiana		159,9%	462,4%	137,9%	-68,7%	-0,9%	19,2%	12,3%	11,8%
marża	24,2%	-9,2%	23,9%	35,1%	14,0%	13,6%	15,4%	16,6%	17,8%
Amortyzacja	34,9	72,7	93,0	113,7	118,3	119,2	120,2	121,1	122,1
EBITDA	213,7	223,5	550,5	995,4	470,1	479,3	539,3	591,8	644,4
zmiana		4,5%	146,4%	80,8%	-52,8%	2,0%	12,5%	9,7%	8,9%
marża EBITDA	34,7%	23,0%	40,6%	45,4%	27,4%	27,3%	29,3%	30,8%	32,2%
Liczba akcji na koniec roku (mln.)	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
EPS	6,0	-3,6	12,9	30,8	9,6	9,5	11,4	12,8	14,3
CEPS	7,4	-0,7	16,7	35,3	14,4	14,3	16,2	17,6	19,2
ROAE	20,5%	-14,0%	24,2%	36,4%	11,1%	10,7%	12,2%	13,2%	14,2%
ROAA	11,6%	-4,6%	12,3%	22,2%	7,0%	6,8%	7,9%	8,7%	9,5%



Bilans

(mln UAH)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
AKTYWA	1 281,3	1 954,0	2 639,7	3 465,2	3 451,2	3 499,7	3 586,0	3 668,0	3 758,1
Majątek trwały	646,7	941,2	1 431,6	1 482,9	1 493,6	1 504,1	1 514,5	1 525,0	1 535,5
Wartość niematerialne i prawne	1,0	55,2	43,5	44,8	45,4	45,9	46,3	46,8	47,3
Rzeczowe aktywa trwałe	578,1	818,1	1 219,5	1 269,5	1 279,5	1 289,5	1 299,5	1 309,5	1 319,5
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	6,8	5,1	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Aktywa biologiczne	112,9	164,5	230,8	242,3	196,2	221,4	237,4	254,5	274,6
Inwestycje długoterminowe	47,8	58,5	148,2	148,2	148,2	148,2	148,2	148,2	148,2
Długoterminowe RM	0,9	4,3	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Majątek obrotowy	646,7	1 012,8	1 208,0	1 982,2	1 957,6	1 995,6	2 071,5	2 143,0	2 222,7
Zapasy	384,7	622,9	767,9	1 005,6	895,8	907,4	928,8	948,5	969,1
Należności krótkoterminowe	135,5	162,3	186,6	244,4	217,7	220,5	225,7	230,5	235,5
Należności handlowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	49,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne	7,9	10,7	22,3	489,4	647,3	645,8	679,1	709,0	742,9
Krótkoterminowe RM	5,7	3,0	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
PASYWA	1 281,3	1 954,0	2 639,7	3 465,2	3 451,2	3 499,7	3 586,0	3 668,0	3 758,1
Kapitał własny	727,6	637,2	1 334,5	2 113,1	2 160,9	2 228,4	2 330,8	2 421,9	2 517,4
Kapitał akcyjny	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Kapitał zapasowy	371,7	372,0	398,2	398,2	398,2	398,2	398,2	398,2	398,2
Zysk z lat ubiegłych	192,0	108,0	436,6	1 206,1	1 216,1	1 262,1	1 343,8	1 421,5	1 507,2
Udziały mniejszości	7,5	10,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania długoterminowe	46,2	145,6	616,2	606,9	569,0	547,4	526,5	512,9	503,0
Dług	41,9	136,9	606,2	596,9	559,0	537,4	516,4	502,9	492,9
Zobowiązania krótkoterminowe	428,2	1 095,8	562,1	600,5	584,1	585,9	589,2	592,2	595,4
Zobowiązania handlowe	89,7	180,4	185,7	224,0	207,7	209,5	212,8	215,8	218,9
Dług	338,6	915,5	376,5	376,5	376,5	376,5	376,5	376,5	376,5
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,0	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4
Pozostałe	45,3	20,7	86,6	104,5	96,9	97,7	99,2	100,7	102,1
Dług	380,5	1 052,4	982,6	973,4	935,5	913,9	892,9	879,4	869,4
Dług netto	74,4	1 041,7	960,3	484,0	288,1	268,0	213,8	170,3	126,5
(Dług netto / Kapitał własny)	10,2%	163,5%	72,0%	22,9%	13,3%	12,0%	9,2%	7,0%	5,0%
(Dług netto / EBITDA)	0,3	4,7	1,7	0,5	0,6	0,6	0,4	0,3	0,2
BVPS	29,1	25,5	53,4	84,5	86,4	89,1	93,2	96,9	100,7

**Przepływy pieniężne**

(mln UAH)	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
Przepływy operacyjne	14,0	-47,1	158,5	716,4	586,1	384,1	427,3	461,3	493,8
Zysk netto	149,0	-89,2	323,4	769,5	240,9	238,7	284,5	319,5	357,3
Amortyzacja	34,9	72,7	93,0	113,7	118,3	119,2	120,2	121,1	122,1
Kapitał obrotowy	-55,9	-164,6	-108,2	-239,4	112,6	-11,8	-21,8	-20,1	-21,1
Pozostałe	-114,1	134,0	-149,7	72,7	114,3	37,9	44,4	40,7	35,5
Przepływy inwestycyjne	-162,37	-353,09	-57,63	-164,97	-128,96	-129,70	-130,65	-131,59	-132,54
CAPEX	-162,42	-305,84	-106,01	-164,97	-128,96	-129,70	-130,65	-131,59	-132,54
Inwestycje kapitałowe	0,05	-47,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Przepływy finansowe	136,4	403,0	-89,2	-84,3	-299,2	-255,9	-263,4	-299,8	-327,3
Dług	99,2	343,6	-182,6	-94,4	-90,7	-88,6	-86,6	-85,3	-84,3
Dywidendy/buy-back	0,0	0,0	0,0	0,0	-230,8	-192,7	-202,9	-241,8	-271,6
Pozostałe	37,2	59,4	93,4	10,1	22,4	25,5	26,1	27,3	28,6
Zmiana stanu środków pieniężnych	-12,0	2,8	11,6	467,1	157,9	-1,5	33,3	29,9	33,9
Środki pieniężne na koniec okresu	7,9	10,7	22,3	489,4	647,3	645,8	679,1	709,0	742,9
DPS (UAH)	0,00	0,00	0,00	0,00	9,23	7,71	8,12	9,67	10,86
FCF	-40,2	-270,3	330,8	554,0	373,4	258,2	292,0	333,6	371,7
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	-26,4%	-31,5%	-7,8%	-7,5%	-7,5%	-7,4%	-7,1%	-6,9%	-6,6%

Wskaźniki rynkowe

	2007	2008	2009	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
P/E	24,6	-41,1	11,3	4,8	15,2	15,4	12,9	11,5	10,3
P/CE	19,9	-221,0	8,8	4,2	10,2	10,2	9,1	8,3	7,6
P/BV	5,0	5,8	2,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
P/S	6,0	3,8	2,7	1,7	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
FCF/EV	-1,1%	-5,7%	7,2%	13,4%	9,4%	6,6%	7,5%	8,7%	9,8%
EV/EBITDA	17,5	21,1	8,4	4,2	8,4	8,2	7,2	6,5	5,9
EV/EBIT	21,0	31,3	10,1	4,7	11,2	10,9	9,3	8,2	7,3
EV/S	6,1	4,9	3,4	1,9	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	5,3%	5,5%	6,6%	7,4%
Cena (UAH)	146,61	146,61	146,61	146,61	146,61	146,61	146,61	146,61	146,61
Liczba akcji na koniec okresu (mln)	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
MC (mln UAH)	3 665,2	3 665,2	3 665,2	3 665,2	3 665,2	3 665,2	3 665,2	3 665,2	3 665,2
Kapitał udziałowców mniej. (mln UAH)	7,5	10,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
EV (mln UAH)	3 747,2	4 717,8	4 626,4	4 150,1	3 954,2	3 934,1	3 879,9	3 836,4	3 792,5



Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
micchal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale, Media

Departament Analiz:

Marta Jeżewska tel. (+48 22) 697 47 37
Wicedyrektor
marta.jezewska@dibre.com.pl
Banki

Analitycy:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka, Handel

Piotr Grzybowski tel. (+48 22) 697 47 17
piotr.grzybowski@dibre.com.pl
IT, Media

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka– Wilim tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Maklerzy:

Emil Onyszczyk tel. (+48 22) 697 49 63
emil.onyszczyk@dibre.com.pl

Grzegorz Stępień tel. (+48 22) 697 48 62
grzegorz.stepien@dibre.com.pl

Tomasz Dudź tel. (+48 22) 697 49 68
tomasz.dudz@dibre.com.pl

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Grzegorz Strublewski tel. (+48 22) 697 48 76
grzegorz.strublewski@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jacek Szczepański tel. (+48 22) 697 48 26
Dyrektor BSOZ
jacek.szczepanski@dibre.com.pl

Paweł Szczepanik tel. (+48 22) 697 49 47
Sprzedaż
pawel.szczepanik@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.pl



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 księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%

TRZYMAJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale -5% do +5%

REDUKUJ - oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do -15%

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

DI BRE Banku 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.

Do rekomendacji wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji. 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody DI BRE Banku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA 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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.

Ostatnie wydane rekomendacje dotyczące Astarta

Rekomendacja	Sprzedaj
data wydania	2010-02-12
kurs z dnia rekomendacji	50,00
WIG w dniu rekomendacji	37322,52