



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Astarta Holding – 4Q'20

2021-04-13 16:45



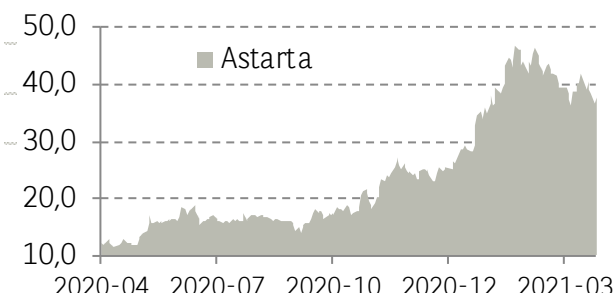
BM

PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	37,80
Kapitalizacja (mln zł)	945,0
Free float	58,0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	1,3
P/E	--
EV/EBITDA	3,34

Notowania spółki



WYNIKI 4Q20

EURm	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	r/r	2019	2020	r/r
Przychody	112,4	112,8	100,5	122,3	101,3	70,8	118,4	125,1	2,3%	448,0	415,6	-7,2%
-Urawy rolne	58,5	44,9	44,1	58,2	39,2	15,3	66,8	53,9	-7,5%	205,7	175,1	-14,9%
-Produkcja cukru	19,7	35,6	31,5	30,1	28,8	28,0	30,3	39,9	32,6%	116,9	127,0	8,6%
-Przetwarzanie soi	23,8	22,2	15,6	21,2	22,3	18,1	13,1	21,6	2,0%	82,7	75,2	-9,1%
-Hodowla bydła	8,8	7,9	8,2	9,7	10,4	7,7	7,0	8,1	-15,9%	34,6	33,2	-4,1%
EBITDA	16,2	53,2	-15,7	23,8	27,8	38,8	15,2	30,0	26,0%	77,4	111,8	44,5%
-Urawy rolne	9,2	48,1	-20,3	16,4	20,4	32,4	6,7	20,6	25,9%	53,3	80,2	50,4%
-Produkcja cukru	2,0	2,0	-0,3	-1,3	3,4	4,7	5,2	8,2	-	2,3	21,5	830,1%
-Przetwarzanie soi	3,1	1,9	0,9	1,5	2,9	0,7	1,2	2,6	72,7%	7,4	7,4	0,8%
-Hodowla bydła	1,7	1,8	3,8	8,4	2,0	1,9	1,1	3,7	-55,5%	15,6	8,7	-44,0%
EBITDA skor.	9,4	11,5	5,7	7,6	17,3	15,7	15,3	9,4	23,4%	34,2	57,7	68,9%
EBIT	1,6	38,2	-31,9	6,9	12,0	23,9	2,5	18,0	160,7%	14,8	56,3	280,4%
Zysk netto	-4,9	34,3	-27,5	-0,2	-13,3	20,7	-12,1	13,3	-	1,7	8,6	409,2%
marża EBITDA	14,4%	47,1%	-15,6%	19,4%	27,4%	54,8%	12,9%	24,0%	4,5pp	17,3%	26,9%	55,7%
marża EBIT	1,4%	33,8%	-31,7%	5,6%	11,8%	33,8%	2,1%	14,4%	8,7pp	3,3%	13,5%	310,0%
marża netto	-4,4%	30,4%	-27,3%	-0,2%	-13,1%	29,2%	-10,2%	10,7%	-	0,4%	2,1%	448,9%
DN/EBITDA	4,60	3,80	5,60	3,50	2,50	2,70	1,60	1,10	-2,40	3,50	1,10	-68,6%

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Wyniki Astarty za IV kwartał oceniamy lekko pozytywnie. Podobnie jak w poprzednich kilku kwartałach spółka odnotowała wyraźny, dwucyfrowy wzrost rezultatów z uwagi na rosnące ceny zbóż, cukru oraz optymalizację kosztów. Przede wszystkim spółka zdołała jednak znacząco ograniczyć zadłużenie w ostatnim roku, co zwiększa potencjał na wypłatę zysków dla akcjonariuszy. Przy utrzymującym się trendzie wzrostowym cen cukru, mleka i zbóż widzimy potencjał do dalszej dynamicznej zwyżki wyników i podtrzymujemy pozytywne nastawienie względem spółki.

W IV kwartale spółka kontynuowała trend poprawy przychodów – chociaż w EUR wzrosły one zaledwie o 2,3% r/r, to w UAH dynamika była wyraźnie wyższa (+28,0% r/r). Także pod względem rentowności progres był znaczący: marża brutto na sprzedaży poprawiła się do 31,3% z 25,6% (wynik na tym poziomie wzrósł o 56,3% r/r w UAH i 23,5% r/r w EUR), a zysk EBITDA skorygowany o rewaluację aktywów rolnych wzrósł do 9,4 mln EUR (+23,4% r/r), podczas gdy w UAH dynamika sięgnęła 59% r/r. Pozytywnie na wynik operacyjny, poza pierwszą marżą, działało również ograniczenie wskaźnika kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu w relacji do sprzedaży (z 19% do 12% w IV kwartale), jak i prawie 40% redukcja negatywnego salda z pozostałej działalności operacyjnej. Przy zbliżonym saldzie z działalności finansowej, pozwoliło to na znaczną poprawę

Poprawa wyników 4Q'20 w ujęciu r/r

Utrzymujemy pozytywną ocenę spółki

Wysoka dynamika przychodów i zysków w UAH, nieco ograniczona w EUR z uwagi na zmiany kursów walutowych



BNP PARIBAS
BIURO MAKLESKIE

Autor: Michał Krajczewski, CFA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00
e-mail: doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl
www.bnpparibas.pl



wyniku netto w 4Q'20, w porównaniu do niewielkiej straty odnotowanej w analogicznym okresie ubiegłego roku.

W podziale na segmenty:

Poza osłabieniem UAH względem EUR, przyczyną spadku obrotów w obszarze upraw był niższy wolumen sprzedaży pszenicy i słonecznika, tylko częściowo rekompensowany wyższą sprzedażą kukurydzy. Ceny sprzedaży zbóż w 4Q'20 wzrosły o 19-34% r/r w UAH, co było równocześnie zniwelowane ruchem na kursie walutowym. Równocześnie spółka dobrze dostosowała stronę kosztową, co skutkowało poprawą zarówno marży brutto na sprzedaży, jak i EBITDA segmentu w 4Q'20 oraz w całym 2020 r.

Niższe wolumeny sprzedaży zbóż zrekomensowane wyższymi cenami i redukcją kosztów

Rok 2020 stał pod znakiem odwrócenia kilkuletniego, negatywnego trendu nadprodukcji na globalnych oraz ukraińskim rynku cukru. Przełożyło się to na 17% wzrost średniej ceny cukru na rynku ukraińskim w ubiegłym roku względem 13% dynamiki na kontraktach na giełdzie LIFFE. Wyższa dynamika lokalna była jednak częściowo pochodną osłabienia się UAH, a średnia cena sprzedawanego w EUR cukru przez Astartę była o 1,7% r/r wyższa. Tym niemniej poprawa ceny (+37% r/r w UAH) oraz sprzedawanego wolumenu (+33% r/r) stała za zdecydowanie lepszymi wynikami segmentu w IV kwartale.

Wysoka poprawa wyników segmentu cukru

Segment przetwarzania soi zanotował w 2020 r. stabilne wyniki – przy spadku sprzedaży z uwagi na niższe wolumeny (-20% r/r olej i -12% mączka w IV kwartale), niższa produkcja na całym rynku na Ukrainie przełożyła się na znaczący wzrost cen (+49% i +51% r/r odpowiednio w IV kwartale w UAH).

Stabilna sytuacja w segmencie soi i hodowli bydła

Segment hodowli bydła zanotował w IV kwartale oraz całym 2020 r. niższe wyniki z uwagi na wysoką ubiegłoroczną bazę związaną z dodatnim przeszacowaniem aktywów rolnych, kiedy to lokalny szczyt cen mleka wypadł na przełomie 2019 i 2020 r. Po korekcie cen mleka w połowie ub. r., obecnie obserwujemy ich powrót do poprzednich maksimumów. Dzięki temu średnia cena sprzedaży surowca przez Astartę (w EUR) jest na tym samym poziomie w 2020 r. co w 2019 r. Podobnie jak średnia cena, także wolumen sprzedaży mleka w 2020 r. pozostawał stabilny.

Najbardziej pozytywnym aspektem wyników rocznych jest jednak poprawa bilansu. Wyższe wyniki operacyjne oraz redukcja wydatków inwestycyjnych przełożyły się na wysoką generację przepływów pieniężnych, które posłużyły do spłaty zadłużenia. W rezultacie dług netto (razem z leasingiem) spadł r/r o ponad połowę, a wskaźnik długu netto do EBITDA wyniósł na koniec roku 1,1x wobec 3,5x w 2019 i 4,8x w 2018 r.

Pozytywnie oceniamy wzmocnienie bilansu spółki

Poniżej przedstawiamy najważniejsze informacje przedstawione w trakcie konferencji wynikowej:

- Eskalacja konfliktu Rosja - Ukraina: spółka nie posiada aktywów w rejonie konfliktu (mała fabryka cukru, która była w okolicach Charkowa została sprzedana w zeszłym roku) więc nie spodziewane są problemy z logistyką (Astarta pracuje z portami nad Morzem Czarnym) – o ile konflikt nie rozszerzy się na nowe rejony.
- CAPEX: w 2021 r. planowane jest utrzymanie niskiego poziomu (maintenance) – spółka w poprzednich latach zrealizowała inwestycje w infrastrukturę silosów, odnowienie parku maszyn rolniczych i fabryk cukru i nie posiada kapitałochłonnych projektów.
- Astarta będzie mogła wziąć udział w 2 fazie reformy rolnej, czyli od 2024 r. (do 10 tys. ha), ale dla spółki najważniejszy jest długoterminowy dostęp do ziemi (obecnie 91% kontraktów leasingowych jest powyżej 2 lat). Nie jest więc konieczne jej kupowanie, a z uwagi na dojrzałość rynku na Ukrainie oraz wzrost stawek leasingu w poprzednich latach, Astarta nie obawia się konkurencji o już posiadaną ziemię w kontraktach.
- Segment rolny: stawiają m.in. na rozwój obszaru przechowywania i handlu zbożem.
- Segment cukru: spółka spodziewa się stabilnej konsumpcji cukru na Ukrainie, chce utrzymać 20% udział w rynku; o ile nie zwiększy się lokalna konsumpcja albo światowe ceny mocno nie urosną (500 USD/t vs niecałe 400USD/t obecnie) to nie zwiększany będzie areal zasiewu buraka. Wg zarządu na Ukrainie areal zasiewu może być jedynie niewiele większy r/r (oficjalne prognozy Ministerstwa Rolnictwa wskazujące na duży wzrost mogą być zbyt optymistyczne). Zbiory buraka w spółce mogą być jednak większe r/r z uwagi na oczekiwaną poprawę wydajności z ha (pod presją niekorzystnej pogody w 2020 r.).

Autor: Michał Krajczewski, CFA





- Zarząd nie skomentował potencjalnych propozycji podziału zysku (decyzja WZA), ale spółka jest w dobrej pozycji finansowej. Oczekiwane jest utrzymanie obecnych niskich poziomów wskaźnika dn/EBITDA (ok. 1,0).
- Polityka sprzedaży: przeważnie spółka zabezpiecza ceny ok. połowy zbiorów zbóż w okresie zasiewów; w przypadku mleka i soi sprzedaż jest na bieżąco; cukier – przerób jesienią, a następnie regularna sprzedaż z zapasów po cenie spotowej.
- Koszty: planowana jest kontynuacja ich optymalizacji i zwiększanie produktywności niż cięcia zatrudnienia, także kapitał obrotowy ma być utrzymany na niskim poziomie.
- Postępowanie antymonopolowe – wg zarządu jest to rutynowe postępowanie urzędu.

KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórny	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Karolina Marczuk	22 566 97 38	karolina.marczuk@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Projektów	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	--	damian.sienko@bnpparibas.pl
Beata Skórka-Bydgoska	--	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) – zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję





P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług

NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BNP Paribas S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18 (dalej: BM) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów BM.

Raport jest udostępniany klientom bezpłatnie, wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy (w szczególności dotyczące cen akcji, wyników finansowych przedsiębiorstw, wskaźników finansowych) są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. BM nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia jego sporządzenia i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM. jest zabronione.

BM przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana jest strata z inwestycji.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w art. 5 i 6 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BNP Paribas Bank Polska S.A

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

W celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym sporządzania rekomendacji, BM stosuje rozwiązania organizacyjne, administracyjne oraz bariery informacyjne polegające na fizycznym wydzieleniu pomieszczeń BM od pozostałych pomieszczeń Banku oraz kontrolowaniu dostępu do pomieszczeń, w których sporządzane są rekomendacje. Analityków sporządzających rekomendacje obowiązuje dochowanie tajemnicy zawodowej oraz nieujawnianie informacji poufnych. Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A. w wysokości przekraczającej 5% wyemitowanego kapitału podstawowego ogółem oraz na jej rzecz nie są świadczone usługi inwestycyjne, a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie zostały udostępnione emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Rekomendacja nie podlega ograniczeniom w zakresie rozpowszechniania, jest przekazywana klientom BM poprzez pocztę elektroniczną oraz jest zamieszczona na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska SA. Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf

Autor: Michał Krajczewski, CFA