

środa, 7 maja 2014 | aktualizacja raportu

## Astarta: kupuj (podtrzymana)

**AST PW; ASTH.WA | Przemysł spożywczy, Ukraina**

### Kurs „odkleił” się od cen cukru

W 2013 roku produkcja cukru na Ukrainie wyniosła 1,2 mln ton i była o 46% r/r niższa i wyraźnie niższa niż wynosi roczna konsumpcja (1,8-2,0 mln ton). Według naszych szacunków zapasy cukru na początku 2014 roku wyniosły około 1,9 mln ton, a to oznaczać będzie, że do końca roku Ukraina powróci do zewnętrznych zakupów cukru w ramach kwot importowych. Ceny cukru na Ukrainie w okresie I-IV'14 wzrosły o 76% r/r do poziomu 7500 UAH/t, a w końcu IV'14 do prawie 9000 UAH/t (najwyżej od 2011 roku). Dotychczas ceny Astarty były bardzo silnie skorelowane z cenami cukru na Ukrainie. Szacujemy, że o ile w ostatnich dwóch latach na każdej tonie sprzedanego cukru Astarta zarabiała około 1 tys. UAH/t (zysk brutto ze sprzedaży), to w 2014 roku wartość ta może sięgnąć 2,38 tys. UAH/t (3,18 tys. UAH/t w 2010 i 2,61 tys. UAH/t w 2011 roku). Podwyższamy nasze prognozy dla cen cukru na bieżący rok oraz obniżamy prognozy dla cen zbóż. Uwzględniamy również projekt produkcji oleju sojowego, który rozpoczął działalność w 2014 roku. Obniżamy naszą cenę docelową dla akcji Astarty z 78,50 do 48,60 PLN (efekt obniżenia prognoz dla cen zbóż i dewaluacji UAH) oraz podtrzymujemy rekomendację kupuj.

### Wzrost cen gazu niekoniecznie negatywny

Mimo wzrostu cen gazu w latach 2011-2013 o 50% Astarte udało się utrzymać jednostkowy koszt produkcji cukru na zbliżonym poziomie (+3% w tym okresie). Udało się to osiągnąć dzięki wyższemu o 14% zbiorom buraka z hektara, niższemu o 15% zużyciu gazu oraz 2% wzrostowi zawartości cukru w buraku. Wprowadzanie nowych energooszczędnych rozwiązań (biogazownie) w przyszłości prowadzić będzie do dalszego uniezależnienia się od kosztów gazu ziemnego.

W naszych prognozach zakładamy podwyżkę cen gazu dla Ukrainy do poziomu 485 USD/1000m<sup>3</sup> w 2014 roku.

Z punktu widzenia Astarty, która zużywa średnio o około 40% mniej gazu przy produkcji cukru niż branża na Ukrainie, każda podwyżka cen gazu jest pozytywna. Wyższa taryfa gazowa dla Ukrainy skutkować będzie wyższymi cenami cukru na Ukrainie.

### Ujemne różnice kursowe - wzrost wielkości zadłużenia

Naszym zdaniem po uwzględnieniu ujemnych różnic kursowych z tytułu przeszacowania portfela kredytów w walutach obcych zadłużenie nominalne Astarty wzrośnie na koniec 2014 roku do 3756 mln UAH (efekt ujemnych różnic kursowych w całym roku w wysokości 603 mln UAH) - 2,1x EBITDA'14.

Na koniec 2014 roku zadłużenie odsetkowe Astarty wyniosło 3 103,3 mln UAH. Około 46% tej kwoty to kredyty obrotowe zabezpieczone na należnościach i zapasach zapadające do końca 2014 roku. Większość zadłużenia (53%) zapada na 2015 roku. Około 41,4% portfela kredytów jest udzielona przez banki ukraińskie, reszta przez banki zagraniczne. Astarta nie emitowała obligacji ani dla banków, ani do inwestorów finansowych.

| (mln UAH)                  | 2012    | 2013    | 2014P   | 2015P   | 2016P   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                  | 3 701,6 | 4 008,9 | 4 956,3 | 4 972,3 | 4 972,7 |
| EBITDA                     | 880,3   | 670,4   | 1 549,5 | 1 473,4 | 1 362,4 |
| marża EBITDA               | 23,8%   | 16,7%   | 31,3%   | 29,6%   | 27,4%   |
| EBIT                       | 616,9   | 376,6   | 1 236,8 | 1 164,9 | 1 065,6 |
| Zysk netto                 | 467,4   | 244,0   | 309,7   | 867,4   | 818,7   |
| Dywidenda                  | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 1,2%    | 9,2%    |
| P/E                        | 8,1     | 15,4    | 12,2    | 4,3     | 4,6     |
| P/E (bez rewaluacji)       | 10,1    | -       | 10,9    | 4,2     | 4,5     |
| P/CE                       | 5,2     | 7,0     | 6,1     | 3,2     | 3,4     |
| P/BV                       | 1,0     | 0,8     | 0,8     | 0,7     | 0,6     |
| EV/EBITDA                  | 7,3     | 10,2    | 4,5     | 4,2     | 4,1     |
| EV/EBITDA (bez rewaluacji) | 7,4     | -       | 4,3     | 4,0     | 4,0     |

\* Uwzględnia 603 mln UAH ujemnych różnic kursowych; \*\*kurs UAH/PLN 0,3344 (półroczna średnia)

|                               |              |
|-------------------------------|--------------|
| Cena bieżąca                  | 38,99 PLN    |
| Cena docelowa                 | 48,60** PLN  |
| Kapitalizacja                 | 1,0 mld PLN  |
| Free float                    | 0,3 mld PLN  |
| Średni dzienny obrót (3 m-ce) | 1,31 mln PLN |

\*\*kurs UAH/PLN 0,3344 (półroczna średnia)

### Struktura akcjonariatu

|                 |        |
|-----------------|--------|
| Viktor Ivanchyk | 36,99% |
| Valery Korotkov | 25,99% |
| Amplico PTE     | 6,02%  |
| Pozostali       | 31,00% |

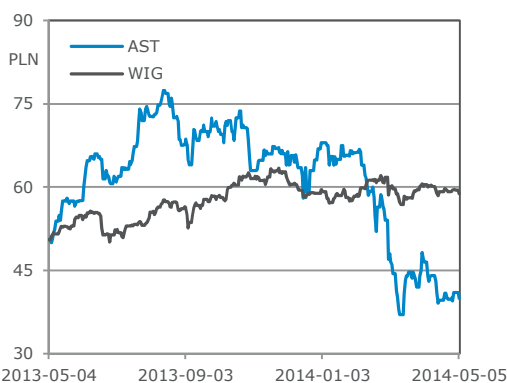
### Strategia dotycząca sektora

Sektor produkcji cukru i uprawy zbóż w znacznej mierze zależy od urodzaju w rolnictwie oraz cen artykułów rolniczych na światowych rynkach. W bieżącym roku ceny cukru wyraźnie odbijają na rynku ukraińskim w związku z wyraźnie niższą produkcją w ubiegłym roku. W kolejnym sezonie bardzo prawdopodobne, że podaż ponownie nie pokryje popytu, a to powodować będzie, że ceny utrzymać się będą na wysokich poziomach.

### 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 230 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 i oleju sojowego.

### Kurs akcji AST na tle WIG



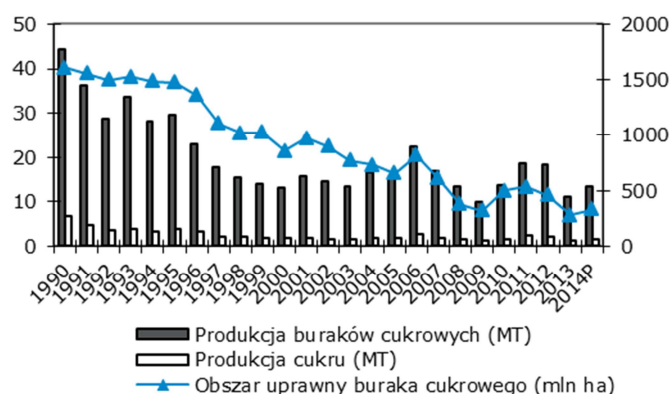
### Analityk:

Jakub Szkopek  
+48 22 697 47 40  
jakub.szkopek@mdm.pl

## Ceny cukru na Ukrainie

W 2013 roku łączna produkcja cukru na Ukrainie wyniosła 1,2 mln ton i była o 46% r/r niższa. Niższa produkcja wynikała z mniejszego obszaru zasiewu burakami cukrowymi, który w 2013 roku wyniósł 280 tys. ha i był o 39% r/r niższy. Zestawiając niższą produkcję cukru na Ukrainie (1,2 mln ton) z corocznym popytem na poziomie 1,9-2,0 mln ton naszym zdaniem zapasy na początku 2014 roku wyniosły na Ukrainie 1,9 mln ton (wraz z produkcją kampanii 2013 roku). To jednocześnie oznaczałoby, że do września 2014 roku wielkość zapasów cukru na terenie kraju ulegnie znaczącemu zmniejszeniu i prawdopodobnie lokalni producenci będą musieli powrócić do sprowadzania cukru w ramach kwot importowych (około 260-270 tys. ton rocznie – przez ostatnie dwa lata kwoty ze względu na nadprodukcję praktycznie nie były wykorzystywane). Naszym zdaniem w takim otoczeniu ceny cukru w bieżącym roku będą się utrzymywać na wysokim poziomie.

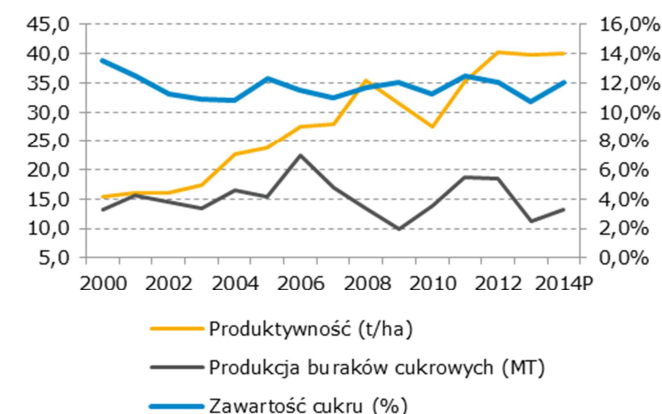
### Produkcja buraków cukrowych i cukru na Ukrainie (LS) oraz obszar uprawny buraka cukrowego na Ukrainie (PS) w latach 1990-2014P



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Ukraiński Urząd Statystyczny

Obecnie na 2014 rok na Ukrainie obsiano 79% z planowanych 332 tys. ha areałów burakiem cukrowym (+19% r/r). W bieżącym otoczeniu politycznym prawdopodobnie mało realne jest istotne zwiększenie areału buraka cukrowego z uwagi na dużą kapitałochłonność uprawy oraz duże utrudnienia w zdobyciu zewnętrznego finansowania.

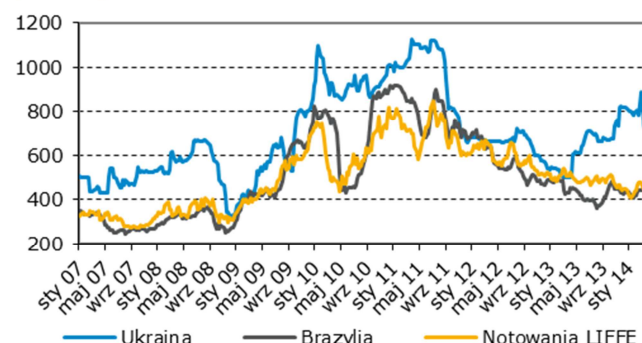
### Produktywność buraka cukrowego na Ukrainie (t/ha) (LS), produkcja buraków cukrowych (LS) oraz zawartość cukru w buraku (PS)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Ukraiński Urząd Statystyczny

Naszym zdaniem, zakładając bieżące plany obsiania buraka cukrowego, spowodują one, że produkcja uprawy w 2014 roku wzrośnie w najlepszym wypadku do poziomu 13,3 mln ton (+19,0% r/r), a produkcja cukru do 1,59 mln ton (+33% r/r). Nadal jednak nawet zakładając najlepszy scenariusz dotyczący produkcji buraka z hektara oraz zawartości cukru w buraku, wielkość wytworzonego cukru na Ukrainie w 2014 roku będzie poniżej poziomu konsumpcji, co prowadzić będzie do jeszcze większego spadku zapasów (ewentualny dalszy wzrost cen). Jednocześnie w przedstawionym przez nas scenariuszu odnośnie wielkości produkcji buraka cukrowego, ilość wyprodukowanego cukru w 2014 roku byłaby o około 30% niższa niż miało to miejsce w latach 2011-2012, kiedy branża cukrowa wyprodukowała zbyt dużo surowca w porównaniu z potrzebami rynku.

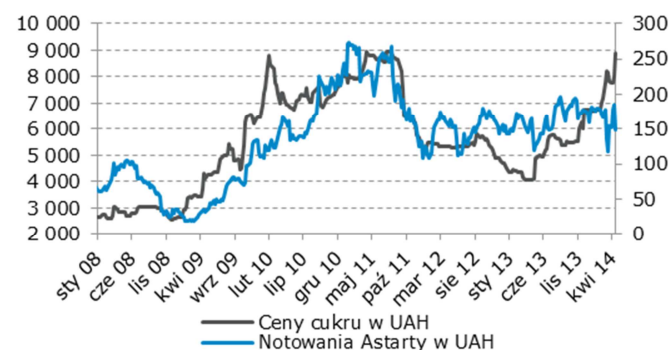
### Ceny cukru na Ukrainie oraz notowania cukru w Londynie oraz w Brazylii w latach 2007-2014 (USD/t)



Źródło: Dom Maklerski mBanku; Bloomberg

Ceny cukru na Ukrainie w okresie I-IV wzrosły o około 76% r/r do poziomu około 7500 UAH za tonę. Pod koniec kwietnia ceny sięgały 9000 UAH za tonę, czyli poziomu ostatni raz obserwowanego w połowie 2011 roku. Podobnie jak przy ostatnich latach deficytu cukru (2010-2011), ceny cukru na lokalnym rynku były wyższe niż wynikało to ze światowych notowań (cukier można zaimportować tylko w ramach kwoty dystrybuowanej producentom, powyżej kwoty do wartości sprowadzanego towaru naliczane jest 50% cło).

### Ceny akcji Astarty (PS) (UAH) na tle cen cukru (LS) (UAH/t) na Ukrainie w latach 2008-2014



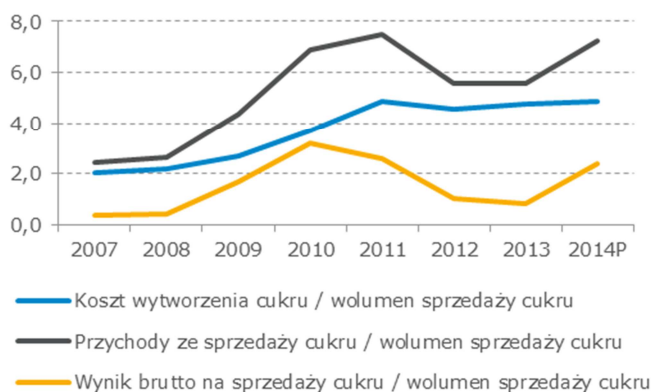
Źródło: Dom Maklerski mBanku; Ukraiński Urząd Statystyczny

Dotychczas ceny akcji Astarty były silnie skorelowane z cenami cukru na Ukrainie. W ostatnim czasie, w rezultacie braku stabilizacji politycznej na Ukrainie ceny Astarty „odkleiły” się od cen cukru na lokalnym rynku. Naszym zdaniem, powrót sytuacji politycznej do normalności wygenerowałby duży potencjał wzrostu na akcjach Astarty.

Od 2Q'14 Ukraina ma płacić Gazpromowi 385,5 USD za 1000 m<sup>3</sup> rosyjskiego gazu (wcześniej 268,5 USD/1000 m<sup>3</sup>). W odpowiedzi na podwyżkę taryfy Rząd Ukrainy podniósł od 1 maja ceny za gaz dla ludności średnio o 73% (o ponad 64% dla przedsiębiorstw finansowanych z budżetu państwa i budżetów lokalnych). Taryfa dla odbiorców industrialnych wzrosła o prawie 30% (z 3113 UAH/1000 m<sup>3</sup> do 4020 UAH/1000 m<sup>3</sup>). Wcześniej po przyznanej w końcu 2013 roku obniżce cen gazu, taryfa dla odbiorców industrialnych została obniżona z 3459 UAH/1000 m<sup>3</sup> do 3113 UAH/1000 m<sup>3</sup>. W naszych prognozach dla Astarty zakładamy cenę gazu ziemnego w 2014 roku na poziomie 4855,0 UAH/1000 m<sup>3</sup> (485 UAH/1000 m<sup>3</sup>). Wyższa od bieżącej taryfy prognoza wynika z ryzyka podwyżki o kolejne 100 USD/1000 m<sup>3</sup> cen gazu sprzedawanego Ukrainie przez Gazprom.

Z punktu widzenia Astarty, która zużywa średnio o około 40% mniej gazu przy produkcji cukru niż branża na Ukrainie każda podwyżka cen gazu jest pozytywna. Wyższa taryfa gazowa dla Ukrainy skutkować będzie wyższymi cenami cukru na Ukrainie. Przy wyższych niż wynikałoby to z ponoszonych przez Astartę kosztów gazu ziemnego cenach cukru – producenci posiadający bardziej efektywną produkcję powinni korzystać.

#### Jednostkowe koszty produkcji cukru oraz jednostkowe ceny sprzedaży Astarty w latach 2008-2014P (tys. UAH/tona)



Źródło: Dom Maklerski mBanku

Mimo wzrostu cen gazu w latach 2011-2013 o 50% Astarte udało się utrzymać jednostkowy koszt produkcji cukru na zbliżonym poziomie (+3% w tym okresie). Udało się to osiągnąć dzięki wyższemu o 14% zbiorom buraka z hektara, niższemu o 15% zużyciu gazu oraz 2% wzrostowi zawartości cukru w buraku. Wprowadzanie nowych energooszczędnych rozwiązań (biogazownie) w przyszłości prowadzić będzie do dalszego uniezależnienia się od kosztów gazu ziemnego.

O ile w dwóch ostatnich latach, z uwagi na nadwyżkę produkcji cukru na Ukrainie, Astarta na każdej tonie cukru zarabiała około 1 tys. UAH (zysk brutto ze sprzedaży na tonie cukru), w 2014 roku, przy 2% r/r wzroście jednostkowych kosztów Astarta naszym zdaniem powinna zarabiać 2,38 tys. UAH na każdej tonie cukru (dotychczas rekordowe były lata 2010 i 2011 gdy Astarta zarabiała około 3,18 tys. UAH/t oraz 2,61 tys. UAH/t).

## Ceny zbóż

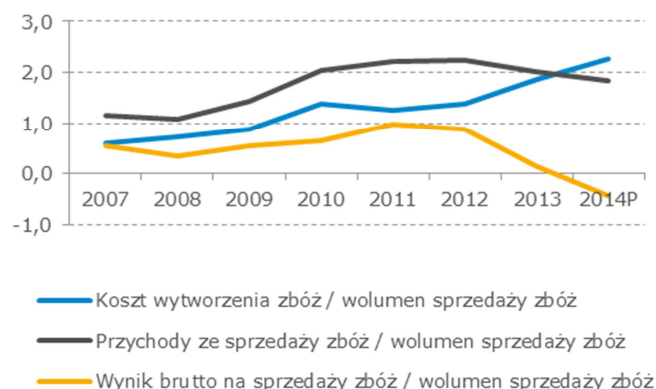
1 kwietnia 2014 roku Rząd Ukrainy przedstawił finalną wersję ustawy antykrzysowej, która zakłada wprowadzenie zwrotu nadpłaconego podatku VAT dla eksporterów zbóż od 1 października 2014 roku. W przypadku zwrotu nadpłaconego podatku VAT eksporterzy będą się mogli o jego zwrot ubiegać w okresie 1 stycznia –

31 marca 2014 roku, a później do 1 października 2014 roku zwrot zostanie wstrzymany na 6 miesięcy. Z punktu widzenia Astarty, Spółka obsiewa około 35% obszaru w zboża zbierane przed 1 października, więc prawdopodobnie w przypadku zbóż ozimych w małym stopniu skorzysta na przywróceniu reżimu zwrotu podatku VAT. W kolejnym roku producenci zbóż powinni w pełnym wymiarze korzystać z przywrócenia reżimu zwrotu nadpłaconego podatku VAT.

Największym problemem producentów zbóż jest obecnie niska cena wytwarzanych przez nich produktów. W okresie I-IV'14 cena pszenicy była o 37% r/r niższa, kukurydzy o 32% r/r niższa, słonecznika o 39% r/r niższa, jęczmienia o 14% r/r niższa i rzepaku o 28% r/r niższa.

W 2014 roku zakładamy, że na każdej tonie sprzedawanego zboża Astarta będzie tracić 0,44 tys. UAH (wynik brutto ze sprzedaży).

#### Jednostkowe koszty produkcji zbóż oraz jednostkowe ceny sprzedaży Astarty w latach 2008-2014P (tys. UAH/ tona)

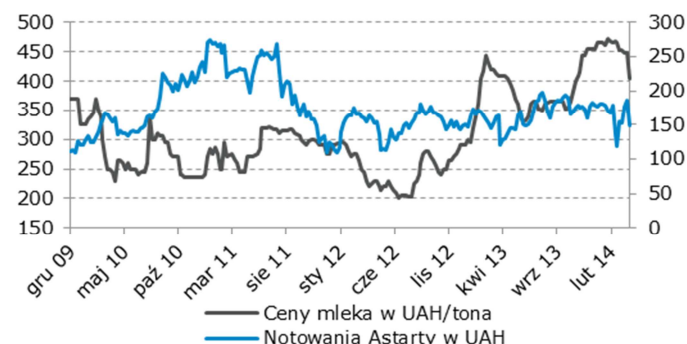


Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Ceny mleka na Ukrainie

W okresie I-IV'14 średnia cena mleka na rynku ukraińskim wyniosła 457 UAH/t i była o 23% r/r wyższa. Zagrożeniem dla kształtowania się cen mleka są możliwe sankcje na import produktów pochodzenia mlecznego z Ukrainy. Dużym zagrożeniem jest wstrzymanie importu serów. Gdyby tak się stało, to potencjalnie eksport serów z Ukrainy do Rosji odpowiada za około 5% łącznej produkcji mleka na terenie Ukrainy.

#### Ceny mleka na Ukrainie (LS) oraz notowania Astarty w UAH (PS) w latach 2009-2014 (tys. UAH/tona)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg



## Produkcja oleju sojowego

Od początku 2014 roku Astarta uruchomiła tłocznię oleju sojowego. Docelowe moce produkcyjne nowej instalacji mają wynieść 220 tys. ton wsadu rocznie. Według naszych szacunków w 2014 roku Astarta będzie w stanie zapewnić 63% potrzebnego wsadu z własnej produkcji, a pozostałe 37% produkcji pochodzić będzie ze źródeł zewnętrznych (zakupy). Zakładamy, że w pierwszym roku działalności uda się przetworzyć 196 tys. ton soi i wyprodukować 37,2 tys. ton oleju sojowego oraz 137,2 tys. ton śrutu sojowej. W pierwszym roku działalności udział sprzedaży segmentu stanowić będzie 20% całkowitych przychodów.

### Marża modelowa na przetwórstwie soi i słonecznika w latach 2010-2014 (tys. UAH/tona wsadu)

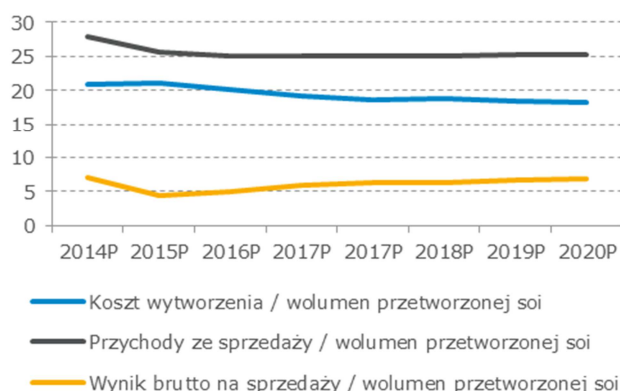


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

Zakładamy, że łączne koszty zmienne przerobu soi na olej wyniosą w 2014 roku 693 UAH/t (koszty przechowywania nasion, transportu, koszty FOB, koszty sprzedaży itp.). Przy tych założeniach oraz przy bieżących cenach soi, oleju sojowego i śrutu sojowej rentowność brutto ze sprzedaży segmentu olejów roślinnych w 2014 roku wynieść powinna 25%.

Według naszych szacunków wynik brutto ze sprzedaży segmentu roślinnego podzielony przez wolumen przerobu soi powinien w 2014 roku wynieść 7,03 tys. UAH/t. Wzrost kosztu wytworzenia w 2015 roku wynika ze zwiększenia wolumenu przetwarzania soi oraz większego użycia soi ze źródeł zewnętrznych. W późniejszych latach stosunek przetwarzanej soi z własnych źródeł wzrasta, co obniża jednostkowy koszt przetwarzania (własny wsad jest tańszy niż uzyskiwany z rynku).

### Jednostkowe koszty przetwarzania soi oraz przychody ze sprzedaży segmentu podzielone przez wolumen wykorzystanej soi Astarty w latach 2014P-2020P (tys. UAH/ tona)

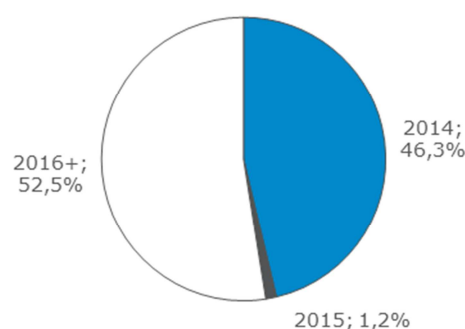


Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

## Zadłużenie Spółki

Na koniec 2013 roku Astarta posiadała zadłużenie bankowe na poziomie 3103,3 mln UAH. Około 46,3% tego zadłużenia to kredyty obrotowe zabezpieczone na należnościach i zapasach (66% sumy zabezpieczeń na należnościach i zapasach), które zapadają do końca 2014 roku. Duża część zadłużenia (52,5%) zapada po 2015 roku. Około 2,82% akcji Astarty jest przedmiotem zabezpieczania umów kredytowych. Około 41,4% portfela kredytów jest udzielona przez banki ukraińskie, reszta przez banki zagraniczne. Większość z kredytów obrotowych jest udzielona przez banki ukraińskie, natomiast długoterminowe przez banki zagraniczne. Astarta nie emitowała obligacji.

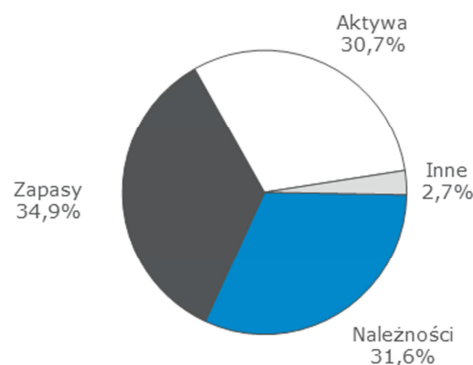
### Zapadalność portfela kredytów Astarty (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Astarta

Naszym zdaniem, zważając na niską płynność finansową ukraińskiego sektora bankowego i trudności z uzyskaniem finansowania z zewnątrz, nie spodziewamy się, aby Spółka w 2014 roku mogła dalej zwiększać zadłużenie. Naszym zdaniem po uwzględnieniu różnic kursowych zadłużenie nominalne Astarty wzrośnie na koniec 2014 roku do 3756 mln UAH (efekt ujemnych różnic kursowych) – 2,1x EBITDA'14. Oczekujemy spadku poziomu inwestycji z 617 mln UAH w 2013 roku do 300 mln UAH w 2014 i 250 mln UAH w 2015 roku. Również nie zakładamy, aby w perspektywie dwóch kolejnych lat Spółce udało się zwiększyć areał uprawny.

### Aktywa będące przedmiotem zabezpieczenia odsetkowego w Grupie Astarta na koniec 2013 roku (%)



Źródło: Dom Maklerski mBanku, Astarta

## Wycena

Wartość Spółki Astarta szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Szacowana cena w perspektywie 9 miesięcy wynosi 48,60 PLN.

| (PLN)              | waga                    | cena |
|--------------------|-------------------------|------|
| Wycena porównawcza | 40%                     | 46,1 |
| Wycena DCF         | 60%                     | 41,4 |
|                    | cena wynikowa           | 43,2 |
|                    | cena docelowa za 9 m-cy | 48,6 |

## Wycena porównawcza

Wyniki Astarty porównujemy do spółek z regionu Ukrainy zajmujących się produkcją artykułów spożywczych i uprawą produktów rolnych.

Industrial Milk Company to ukraiński producent zbóż oraz ziemniaków (łączy areal to około 120 tys. ha). Spółka hoduje również krowy na mleko. Kernel Holding to największy na Ukrainie producent oleju słonecznikowego (potencjał przetwórczy 3,0 Mt słonecznika rocznie). Spółka zajmuje się również handlem zbożem oraz uprawą roślin na powierzchni 400 tys. ha. KSG Agro to producent zbóż

na Ukrainie. MHP to zintegrowany koncern rolny prowadzący działalność w zakresie produkcji upraw roślinnych, paszy dla zwierząt, hodowli drobiu. Spółka prowadzi również dystrybucję własnych towarów. Milkiland to czwarty największy producent towarów mlecznych na Ukrainie i w Rosji. Spółka prowadzi działalność związaną z produkcją serów i produktów mlecznych (jogurty, mleko kartonowe). Ovostar to krajowy producent jaj o mocach na poziomie 0,7-0,8 mld jaj spożywczych rocznie. Avangard, to największy ukraiński producent jajek, łączna roczna produkcja przekracza 7,0 mld sztuk

## Wycena porównawcza

|                              | Kraj    | P/E    |        |       | EV/EBITDA |       |       |
|------------------------------|---------|--------|--------|-------|-----------|-------|-------|
|                              |         | 2013   | 2014P  | 2015P | 2013      | 2014P | 2015P |
| INDUSTRIAL MILK CO           | Ukraina | 4,8    | 3,6    | 2,0   | 5,0       | 3,3   | 2,6   |
| KERNEL HOLDING SA            | Ukraina | 6,4    | 96,5   | 4,3   | 4,7       | 6,8   | 3,7   |
| KSG AGRO SA                  | Ukraina | 2,4    | 60,1   | -     | 4,7       | 3,9   | -     |
| MHP SA -GDR REG S            | Ukraina | 6,7    | 4,6    | 4,1   | 6,0       | 4,8   | 4,0   |
| MILKILAND NV                 | Ukraina | 5,3    | 6,1    | 5,9   | 5,8       | 5,5   | 5,6   |
| OVOSTAR UNION NV             | Ukraina | 3,1    | 7,4    | 2,3   | 3,8       | 3,3   | 3,0   |
| AVANGARD                     | Ukraina | 2,5    | 3,0    | 2,7   | 2,4       | 1,9   | 1,2   |
| Maksimum                     |         | 2,8    | 3,3    | 3,0   | 2,6       | 2,1   | 1,4   |
| Minimum                      |         | 2,4    | 3,0    | 2,0   | 2,4       | 1,9   | 1,2   |
| Mediana                      |         | 4,8    | 6,1    | 3,4   | 4,7       | 3,9   | 3,4   |
| Astarta                      |         | 15,4   | 12,2   | 4,3   | 10,2      | 4,5   | 4,2   |
| premia (dyskonto)            |         | 220,7% | 100,6% | 26,4% | 115,0%    | 18,0% | 24,4% |
| Implikowana wycena           |         |        |        |       |           |       |       |
| Mediana                      |         | 4,8    | 6,1    | 3,4   | 4,7       | 3,9   | 3,4   |
| Dyskonto                     |         | 0%     | 0%     | 0%    | 0%        | 0%    | 0%    |
| Waga wskaźnika               |         |        | 50%    |       |           | 50%   |       |
| Waga roku                    |         | 0%     | 50%    | 50%   | 0%        | 50%   | 50%   |
| Wycena wskaźnikowa (UAH)     | 137,7   |        |        |       |           |       |       |
| Wartość firmy na akcję (PLN) | 46,1    |        |        |       |           |       |       |

## Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Stopa wolna od ryzyka na Ukrainie = 12,0% (rentowność 10-cio letnich obligacji Skarbu Państwa kwotowanych w UAH).
- Wzrost FCF po roku 2023 = 2,0%.
- Parametr Beta zakładamy na poziomie 1,0, premię za ryzyko 5%.
- Zakładamy, że Spółka dywidendę najprędzej wypłaci z zysku za rok obrotowy 2014 (Spółka decyduje o wypłacie dywidendy uzależnia od akcjonariuszy).
- Przy wycenie zakładamy dług netto na poziomie z końca 2013 roku.
- Przyszłe przepływy operacyjne dyskontowane są na początek maja 2014 roku.
- Uwzględniamy niższą stopę podatkową związaną z możliwością rozliczenia podatku FAT w grupie do końca 2023 roku (zakładamy, że poza okresem prognozy obowiązywać będzie stawka CIT 16%).
- W modelu uwzględniamy rozpoczęcie produkcji zakładu tłoczenia soi na początku 2014 roku.

Zakładamy, że w wyniku osłabienia UAH do walut obcych, Astarta w 2014 roku będzie zmuszona zaksięgować 603,3 mln UAH ujemnych różnic kursowych wynikających z przeszacowania wartości portfela kredytów w walutach obcych. Zakładamy, że kurs walutowy USD/UAH na koniec roku wyniesie 10,0x, a EUR/UAH 13,8x.

## Model cen cukru na Ukrainie

| Model cen cukru                                                         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014P        | 2015P        | 2016P        | 2017P        |
|-------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cena buraków (UAH/t)                                                    | 479          | 516          | 427          | 495          | 510          | 507          | 520          | 533          |
| Zawartość cukru w buraku (%)                                            | 11,8%        | 13,6%        | 13,7%        | 13,0%        | 13,1%        | 13,1%        | 13,2%        | 13,3%        |
| Koszt gazu (tys. UAH/m <sup>3</sup> )                                   | 2 187        | 2 296        | 3 756        | 3 459        | 4 855        | 4 151        | 3 786        | 3 710        |
| Ilość gazu potrzebnego do przerobienia tony buraków (m <sup>3</sup> /t) | 52           | 52           | 50           | 50           | 49           | 48           | 47           | 46           |
| Koszt buraków w tonie cukru (UAH/t)                                     | 3 036        | 4 055        | 3 789        | 3 118        | 3 808        | 3 904        | 3 862        | 3 939        |
| %                                                                       | 70,0%        | 72,8%        | 65,8%        | 62,6%        | 60,6%        | 63,8%        | 64,9%        | 65,5%        |
| Koszt gazu w tonie cukru (UAH/t)                                        | 810          | 1 012        | 1 434        | 1 264        | 1 867        | 1 557        | 1 385        | 1 323        |
| %                                                                       | 18,7%        | 18,2%        | 24,9%        | 25,4%        | 29,7%        | 25,5%        | 23,3%        | 22,0%        |
| Koszt węgla i katalizatorów w tonie cukru (UAH/t)                       | 81           | 85           | 89           | 94           | 98           | 103          | 108          | 114          |
| %                                                                       | 1,9%         | 1,5%         | 1,5%         | 1,9%         | 1,6%         | 1,7%         | 1,8%         | 1,9%         |
| Inne (płace, transport, utrzymanie produkcji) na tonę cukru (UAH/t)     | 561          | 589          | 618          | 649          | 682          | 716          | 751          | 789          |
| %                                                                       | 12,9%        | 10,6%        | 10,7%        | 13,0%        | 10,9%        | 11,7%        | 12,6%        | 13,1%        |
| Straty technologiczne (%)                                               | 3,4%         | 3,0%         | 2,9%         | 2,8%         | 2,7%         | 2,6%         | 2,5%         | 2,5%         |
| <b>Koszt produkcji 1 tony cukru (UAH)</b>                               | <b>4 335</b> | <b>5 569</b> | <b>5 761</b> | <b>4 981</b> | <b>6 280</b> | <b>6 114</b> | <b>5 951</b> | <b>6 012</b> |
| <b>Cena rynkowa 1 tony cukru (UAH)</b>                                  | <b>7 238</b> | <b>7 929</b> | <b>5 301</b> | <b>5 217</b> | <b>7 222</b> | <b>6 726</b> | <b>6 248</b> | <b>6 012</b> |
| Premia ceny rynkowe do kosztów wytworzenia (%)                          | 67,0%        | 42,4%        | -8,0%        | 4,7%         | 15,0%        | 10,0%        | 5,0%         | 0,0%         |

Źródło: Dom Maklerski mBanku, State Statistics Committee of Ukraine

## Założenia dotyczące produkcji

| Produkcja (tys. ton) | 2012  | 2013  | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cukier               | 431   | 309   | 327   | 335   | 358   | 390   | 419   | 429   | 440   | 451   | 462   |
| Buraki cukrowe       | 2 616 | 2 072 | 2 129 | 2 172 | 2 311 | 2 502 | 2 671 | 2 724 | 2 779 | 2 834 | 2 891 |
| Pszenica             | 157   | 214   | 216   | 220   | 234   | 254   | 271   | 276   | 282   | 288   | 293   |
| Jęczmień             | 50    | 18    | 20    | 20    | 22    | 23    | 25    | 25    | 26    | 26    | 27    |
| Słonecznik           | 29    | 24    | 22    | 23    | 24    | 26    | 28    | 29    | 29    | 30    | 30    |
| Kukurydza            | 218   | 337   | 321   | 327   | 348   | 377   | 402   | 410   | 418   | 427   | 435   |
| Soja                 | 75    | 113   | 124   | 127   | 135   | 146   | 156   | 159   | 162   | 165   | 169   |
| Mleko                | 84    | 87    | 87    | 91    | 94    | 98    | 101   | 105   | 108   | 108   | 108   |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

## Założenia odnośnie cen cukru

Średnie ceny buraka cukrowego, zawartość cukru w buraku, koszt gazu, ilość gazu potrzebnego do przerobienia buraka cukrowego oraz poziom strat technologicznych zakładamy na podstawie średnich wartości publikowanych przez lokalny urząd statystyczny. Koszt węgla, katalizatorów płac, transportu, utrzymania produkcji zakładamy na podstawie danych Astarty. W przypadku węgla i katalizatorów zakładamy, że dla Ukrainy wartości te są o 10% wyższe, natomiast w przypadku płac, transportu i utrzymania produkcji zakładamy poziom wyższy o 15%.

Dla projekcji cen cukru w roku 2014 zakładamy, że cena buraków na rynku lokalnym wyniesie 495 UAH/t. W kolejnym sezonie spodziewamy się, że spadek areału uprawnego spowoduje wzrost ceny do 510 UAH/t. W 2014 roku z powodu mniejszej produkcji roku 2013 spodziewamy się, że niedobór cukru na Ukrainie pozwoli producentom na wyegzekwowanie 15% premii do kosztów produkcji. W 2015 roku oczekujemy, że premia spadnie do 10%, a późniejszym terminie do 0%.

**Założenia dotyczące sprzedaży**

| Sprzedaż (tys. ton) | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cukier              | 333  | 387  | 338   | 331   | 346   | 373   | 403   | 423   | 434   | 445   | 447   |
| Zboża               | 493  | 527  | 369   | 537   | 562   | 607   | 656   | 685   | 698   | 715   | 731   |
| Olej sojowy         |      |      | 37    | 39    | 41    | 41    | 41    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| Śruta sojowa        |      |      | 137   | 144   | 151   | 151   | 151   | 151   | 151   | 151   | 151   |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Założenia dotyczące arealu uprawnego**

| Areal (tys. ha) | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Buraki cukrowe  | 49   | 37   | 37    | 37    | 39    | 41    | 43    | 43    | 43    | 43    | 43    |
| Pszenica        | 42   | 49   | 49    | 49    | 51    | 54    | 57    | 57    | 57    | 57    | 57    |
| Jęczmień        | 16   | 7    | 7     | 7     | 7     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| Soja            | 38   | 54   | 58    | 58    | 61    | 65    | 68    | 68    | 68    | 68    | 68    |
| Słonecznik      | 14   | 8    | 7     | 7     | 7     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| Kukurydza       | 35   | 50   | 47    | 47    | 49    | 52    | 54    | 54    | 54    | 54    | 54    |
| Odłóg           | 26   | 3    | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| Inne            | 14   | 26   | 23    | 23    | 24    | 26    | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    |
| Suma            | 235  | 233  | 233   | 233   | 243   | 258   | 270   | 270   | 270   | 270   | 270   |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

**Założenia odnośnie cen**

| Ceny                      | 2012  | 2013  | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Buraki cukrowe (USD/tona) | 53    | 49    | 49    | 56    | 60    | 63    | 66    | 69    | 72    | 74    | 75    |
| Buraki cukrowe (UAH/tona) | 427   | 398   | 495   | 507   | 520   | 533   | 546   | 560   | 574   | 588   | 603   |
| Cukier (USD/tona)         | 654   | 640   | 722   | 747   | 723   | 710   | 733   | 757   | 780   | 793   | 808   |
| Cukier (UAH/tona)         | 5 301 | 5 217 | 7 222 | 6 726 | 6 248 | 6 012 | 6 080 | 6 154 | 6 239 | 6 347 | 6 461 |
| Melasa (USD/tona)         | 100   | 101   | 102   | 103   | 104   | 105   | 106   | 107   | 108   | 109   | 110   |
| Melasa (UAH/tona)         | 810   | 823   | 1 020 | 927   | 899   | 890   | 881   | 872   | 866   | 875   | 884   |
| Mleko (USD/tona)          | 307   | 462   | 407   | 461   | 490   | 509   | 530   | 552   | 572   | 584   | 595   |
| Mleko (UAH/tona)          | 2 488 | 3 764 | 4 065 | 4 146 | 4 229 | 4 314 | 4 400 | 4 488 | 4 578 | 4 670 | 4 763 |
| Pszenica (USD/tona)       | 236   | 228   | 182   | 191   | 191   | 191   | 191   | 191   | 191   | 191   | 191   |
| Pszenica (UAH/tona)       | 1 912 | 1 858 | 1 823 | 1 721 | 1 652 | 1 619 | 1 587 | 1 555 | 1 530 | 1 530 | 1 530 |
| Jęczmień (USD/tona)       | 283   | 258   | 260   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   | 272   |
| Jęczmień (UAH/tona)       | 2 295 | 2 101 | 2 597 | 2 451 | 2 353 | 2 306 | 2 260 | 2 215 | 2 179 | 2 179 | 2 179 |
| Słonecznik (USD/tona)     | 505   | 499   | 351   | 358   | 365   | 372   | 380   | 387   | 395   | 403   | 403   |
| Słonecznik (UAH/tona)     | 4 091 | 4 064 | 3 509 | 3 221 | 3 154 | 3 153 | 3 152 | 3 150 | 3 161 | 3 224 | 3 224 |
| Kukurydza (USD/tona)      | 218   | 188   | 167   | 175   | 175   | 175   | 175   | 175   | 175   | 175   | 175   |
| Kukurydza (UAH/tona)      | 1 767 | 1 530 | 1 668 | 1 575 | 1 512 | 1 481 | 1 452 | 1 423 | 1 400 | 1 400 | 1 400 |
| Soja (USD/tona)           | 496   | 525   | 479   | 488   | 498   | 508   | 518   | 529   | 539   | 539   | 539   |
| Soja (UAH/tona)           | 4 021 | 4 280 | 4 788 | 4 395 | 4 304 | 4 302 | 4 300 | 4 299 | 4 314 | 4 314 | 4 314 |
| Olej sojowy (USD/tona)    | 1 227 | 1 060 | 840   | 857   | 874   | 891   | 909   | 927   | 946   | 946   | 946   |
| Olej sojowy (UAH/tona)    | 9 940 | 8 641 | 8 400 | 7 711 | 7 551 | 7 548 | 7 545 | 7 542 | 7 568 | 7 568 | 7 568 |
| Śruta sojowa (USD/tona)   | 535   | 561   | 530   | 541   | 552   | 563   | 574   | 585   | 597   | 597   | 597   |
| Śruta sojowa (UAH/tona)   | 4 336 | 4 569 | 5 302 | 4 867 | 4 766 | 4 764 | 4 762 | 4 760 | 4 777 | 4 777 | 4 777 |

Źródło: Dom Maklerski mBanku, Bloomberg

W prognozie zakładamy, że bieżący areal uprawny utrzyma się na niezmiennym poziomie do końca 2015 roku (efekt wstrzymania inwestycji i ograniczenia finansowania lokalnych banków). W dłuższym okresie zakładamy, że bank ziemi wzrośnie do 270 tys. ha. Spodziewamy się, że wielkość zbiorów z hektara ziemi dla poszczególnych upraw

będzie wzrastała wraz z większą intensywnością prowadzenia produkcji rolnej.

W 2014 roku zakładamy zwiększenie wielkości zbiorów buraków cukrowych oraz spodziewamy się lekko wyższych zbiorów jęczmienia i kukurydzy.

**Założenia efektywności produkcji rolnej:**

| Yieldy (t/ha)   | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | +    |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Buraki cukrowe  | 53,0 | 56,0 | 57,1  | 58,3  | 59,4  | 60,6  | 61,8  | 63,1  | 64,3  | 65,6  | 66,9  | 68,3  | 68,3 |
| Pszenica        | 4,0  | 4,7  | 4,7   | 4,8   | 4,9   | 5,0   | 5,1   | 5,2   | 5,3   | 5,5   | 5,6   | 5,7   | 5,7  |
| Jęczmień        | 3,3  | 3,0  | 3,1   | 3,1   | 3,2   | 3,2   | 3,3   | 3,4   | 3,4   | 3,5   | 3,6   | 3,7   | 3,7  |
| Pastewne        | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0  |
| Soja            | 2,1  | 2,2  | 2,2   | 2,3   | 2,3   | 2,4   | 2,4   | 2,5   | 2,5   | 2,6   | 2,6   | 2,7   | 2,7  |
| Słonecznik      | 2,2  | 3,3  | 3,4   | 3,4   | 3,5   | 3,6   | 3,6   | 3,7   | 3,8   | 3,9   | 3,9   | 4,0   | 4,0  |
| Kukurydza       | 6,5  | 7,1  | 7,2   | 7,4   | 7,5   | 7,7   | 7,8   | 8,0   | 8,2   | 8,3   | 8,5   | 8,7   | 8,7  |
| Mleko (t/krowa) | 5,50 | 5,80 | 5,83  | 5,86  | 5,89  | 5,92  | 5,95  | 5,98  | 6,00  | 6,00  | 6,00  | 6,00  | 6,00 |

Źródło: Dom Maklerski mBanku

### Założenia dodatkowe

| (tys. ton)                                 | 2012  | 2013  | 2014P | 2015P  | 2016P | 2017P | 2018P | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ilość przetworzonych buraków w cukrowniach | 3 006 | 2 125 | 2 242 | 2 286  | 2 432 | 2 634 | 2 812 | 2 868 | 2 925 | 2 984 | 3 043 |
| Konsumpcja zbóż (zwierzęta)                | 57    | 61    | 61    | 63     | 65    | 68    | 70    | 72    | 74    | 74    | 74    |
| Zboża wydane w zamian za użytkowanie ziemi | 34    | 37    | 37    | 37     | 37    | 38    | 41    | 42    | 42    | 42    | 42    |
| Soja dokupiona ze źródeł zewnętrznych      | 0     | 0     | 72    | 78     | 80    | 69    | 59    | 56    | 53    | 50    | 46    |
| Przetworzona soja                          | 0     | 0     | 196   | 205    | 215   | 215   | 215   | 215   | 215   | 215   | 215   |
| USD/UAH                                    | 8,10  | 8,15  | 10,00 | 9,00   | 8,64  | 8,47  | 8,30  | 8,13  | 8,00  | 8,00  | 8,00  |
| zmiana                                     | -3,0% | -3,0% | -1,5% | -1,0%  | -1,0% | -1,0% | -1,0% | -1,0% | -1,0% | -1,0% | 0,0%  |
| Ceny gazu (UAH/m <sup>3</sup> )            | 3 756 | 3 459 | 4 855 | 4 151  | 3 786 | 3 710 | 3 636 | 3 563 | 3 505 | 3 505 | 3 505 |
| zmiana                                     | 63,6% | -7,9% | 40,4% | -14,5% | -8,8% | -2,0% | -2,0% | -2,0% | -1,6% | 0,0%  | 0,0%  |

Źródło: Dom Maklerski mBanku



## Model DCF

| (mln UAH)                                    | 2014P   | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   | 2019P   | 2020P   | 2021P   | 2022P   | 2023P   | +       |
|----------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży                       | 4 956,3 | 4 972,3 | 4 972,7 | 5 147,8 | 5 454,8 | 5 669,9 | 5 816,7 | 5 977,1 | 6 084,5 | 6 240,9 | 6 359,8 |
| zmiana                                       | 23,6%   | 0,3%    | 0,0%    | 3,5%    | 6,0%    | 3,9%    | 2,6%    | 2,8%    | 1,8%    | 2,6%    | 1,9%    |
| EBITDA                                       | 1 549,5 | 1 473,4 | 1 362,4 | 1 308,6 | 1 373,6 | 1 421,3 | 1 451,9 | 1 495,3 | 1 504,9 | 1 531,9 | 1 546,1 |
| marża EBITDA                                 | 31,3%   | 29,6%   | 27,4%   | 25,4%   | 25,2%   | 25,1%   | 25,0%   | 25,0%   | 24,7%   | 24,5%   | 24,3%   |
| Amortyzacja                                  | 312,7   | 308,5   | 296,8   | 287,0   | 279,1   | 273,0   | 268,6   | 265,3   | 263,0   | 261,9   | 261,9   |
| EBIT                                         | 1 236,8 | 1 164,9 | 1 065,6 | 1 021,6 | 1 094,4 | 1 148,3 | 1 183,3 | 1 230,0 | 1 241,9 | 1 269,9 | 1 284,1 |
| marża EBIT                                   | 25,0%   | 23,4%   | 21,4%   | 19,8%   | 20,1%   | 20,3%   | 20,3%   | 20,6%   | 20,4%   | 20,3%   | 20,2%   |
| Opodatkowane EBIT                            | 14,8    | 21,4    | 21,7    | 22,7    | 24,6    | 25,7    | 26,6    | 27,6    | 28,3    | 29,2    | 205,9   |
| NOPLAT                                       | 1 222,0 | 1 143,5 | 1 044,0 | 998,9   | 1 069,8 | 1 122,6 | 1 156,7 | 1 202,4 | 1 213,6 | 1 240,8 | 1 078,3 |
| CAPEX                                        | -300,0  | -250,0  | -200,0  | -208,0  | -216,3  | -225,0  | -234,0  | -243,3  | -253,1  | -261,9  | -261,9  |
| Kapitał obrotowy                             | -777,4  | -13,2   | -0,3    | -144,3  | -253,2  | -177,6  | -121,3  | -132,6  | -88,8   | -129,4  | -98,4   |
| Pozostałe (rewaluacja aktywów biologicznych) | -257,7  | -0,0    | 10,7    | 14,7    | 5,4     | 3,8     | 24,2    | 21,9    | 21,6    | 7,7     | 8,6     |
| FCF                                          | 199,6   | 1 188,8 | 1 151,1 | 948,3   | 884,9   | 996,8   | 1 094,3 | 1 113,7 | 1 156,3 | 1 119,2 | 988,5   |
| WACC                                         | 14,5%   | 15,0%   | 15,3%   | 15,5%   | 15,7%   | 15,9%   | 16,2%   | 16,5%   | 17,0%   | 17,0%   | 17,0%   |
| współczynnik dyskonta                        | 0,92    | 0,80    | 0,69    | 0,60    | 0,51    | 0,44    | 0,37    | 0,31    | 0,26    | 0,22    | 0,19    |
| PV FCF                                       | 184,5   | 953,1   | 797,0   | 565,8   | 454,3   | 437,5   | 407,6   | 349,1   | 301,3   | 248,6   | 187,6   |

|                           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| WACC                      | 14,5% | 15,0% | 15,3% | 15,5% | 15,7% | 15,9% | 16,2% | 16,5% | 17,0% | 17,0% | 17,0% |
| Koszt długu               | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Stopa wolna od ryzyka     | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% | 12,0% |
| Premia za ryzyko          | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Efektywna stopa podatkowa | 4,6%  | 2,4%  | 2,6%  | 2,7%  | 2,7%  | 2,6%  | 2,6%  | 2,5%  | 2,5%  | 2,5%  | 17,4% |
| Dług netto / EV           | 45,7% | 38,2% | 32,2% | 28,1% | 25,2% | 20,8% | 15,3% | 8,8%  | 0,7%  | 0     | 0     |
| Koszt kapitału własnego   | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% | 17,0% |
| Premia za ryzyko          | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Beta                      | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   | 1,0   |

Wzrost FCF po okresie prognozy

2,0%

## Analiza wrażliwości (PLN)

Wartość rezydualna (TV)

6 589,7

Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)

1 463,6

Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy

4 698,6

Wartość firmy (EV)

6 162,2

Dług netto

3 073,8

Inne aktywa nieoperacyjne

0,0

Udziałowcy mniejszościowi

0,6

Wartość firmy

3 087,8

Liczba akcji (mln)

25,0

Wartość firmy na akcję (UAH)

123,5

9-cio miesięczny koszt kapitału własnego

12,5%

Cena docelowa (UAH)

138,9

Cena docelowa (PLN)

46,5

EV/EBITDA ('14) dla ceny docelowej

4,4

P/E ('14) dla ceny docelowej

11,2

Udział TV w EV

23,8%

## Wzrost FCF w nieskończoności

|                | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 5,0% |
|----------------|------|------|------|------|------|
| WACC +2,0 p.p. | 34,2 | 35,0 | 35,9 | 37,0 | 39,5 |
| WACC +1,0 p.p. | 38,8 | 39,8 | 40,9 | 42,2 | 45,3 |
| WACC           | 43,9 | 45,1 | 46,5 | 48,0 | 52,0 |
| WACC -1,0 p.p. | 49,6 | 51,1 | 52,8 | 54,8 | 59,8 |
| WACC -2,0 p.p. | 56,1 | 57,9 | 60,1 | 62,6 | 69,1 |

## Rachunek wyników

| (mln UAH)                                                                                                     | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2 013   | 2014P   | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody ze sprzedaży                                                                                        | 1 480,7 | 2 328,2 | 3 385,5 | 3 701,6 | 4 008,9 | 4 956,3 | 4 972,3 | 4 972,7 | 5 147,8 | 5 454,8 |
| zmiana                                                                                                        | 52,5%   | 57,2%   | 45,4%   | 9,3%    | 8,3%    | 23,6%   | 0,3%    | 0,0%    | 3,5%    | 6,0%    |
| Produkcja cukru                                                                                               | 955,2   | 1 693,1 | 2 166,7 | 2 134,2 | 2 419,3 | 2 672,8 | 2 455,6 | 2 394,7 | 2 483,9 | 2 700,5 |
| Cukier                                                                                                        | 870,5   | 1 563,2 | 1 874,3 | 1 858,3 | 2 148,5 | 2 439,3 | 2 224,8 | 2 160,1 | 2 240,9 | 2 449,8 |
| Melasa                                                                                                        | 44,8    | 42,6    | 94,7    | 103,1   | 78,0    | 87,1    | 83,3    | 85,0    | 90,8    | 96,1    |
| Buraki                                                                                                        | 18,1    | 23,9    | 41,0    | 47,1    | 69,3    | 22,4    | 22,9    | 24,3    | 26,3    | 28,1    |
| Inne cukrowe                                                                                                  | 21,7    | 63,3    | 156,6   | 125,7   | 123,4   | 124,0   | 124,6   | 125,2   | 125,9   | 126,5   |
| Rolnictwo (rośliny)                                                                                           | 385,4   | 429,4   | 886,3   | 1 108,9 | 1 059,0 | 676,9   | 924,2   | 930,0   | 986,8   | 1 046,8 |
| Produkcja olejów roślinnych                                                                                   | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 1 040,3 | 998,8   | 1 025,7 | 1 025,3 | 1 024,9 |
| Rolnictwo (zwierzęta)                                                                                         | 103,7   | 184,2   | 288,4   | 338,2   | 426,4   | 462,1   | 489,5   | 517,9   | 547,5   | 578,3   |
| Zmiana wartości aktywów biologicznych oraz przeszacowanie wartości aktywów biologicznych do wartości godziwej | 118,4   | 109,9   | 147,4   | 94,6    | 433,1   | -35,3   | -35,3   | -24,6   | -10,0   | -4,5    |
| Koszty wytworzenia                                                                                            | 951,9   | 1 361,0 | 2 157,6 | 2 765,2 | 3 466,8 | 3 128,6 | 3 180,0 | 3 255,0 | 3 445,7 | 3 649,3 |
| Koszty zarządu                                                                                                | 92,1    | 97,7    | 122,1   | 168,2   | 251,1   | 262,2   | 273,8   | 286,0   | 298,7   | 312,1   |
| Koszty sprzedaży                                                                                              | 63,1    | 76,3    | 147,8   | 207,8   | 248,1   | 243,7   | 268,0   | 280,0   | 295,2   | 311,7   |
| Pozostała działalność operacyjna netto                                                                        | -26,1   | 8,6     | -36,9   | 133,9   | -110,9  | -85,0   | -85,5   | -86,1   | -86,7   | -87,2   |
| EBIT                                                                                                          | 461,6   | 911,7   | 1 041,1 | 616,9   | 376,6   | 1 236,8 | 1 164,9 | 1 065,6 | 1 021,6 | 1 094,4 |
| zmiana                                                                                                        | 206,1%  | 97,5%   | 14,2%   | -40,7%  | -39,0%  | 228,4%  | -5,8%   | -8,5%   | -4,1%   | 7,1%    |
| marża EBIT                                                                                                    | 31,2%   | 39,2%   | 30,8%   | 16,7%   | 9,4%    | 25,0%   | 23,4%   | 21,4%   | 19,8%   | 20,1%   |
| Wynik na działalności finansowej                                                                              | -134,7  | -127,2  | -197,7  | -194,0  | -271,9  | -912,3  | -276,1  | -225,3  | -186,4  | -172,2  |
| Wynik zdarzeń nadzwyczajnych                                                                                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Pozostałe                                                                                                     | 8,5     | 44,5    | 160,2   | 34,6    | 127,2   | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Zysk brutto                                                                                                   | 335,3   | 829,1   | 1 003,6 | 457,6   | 232,0   | 324,5   | 888,8   | 840,3   | 835,1   | 922,3   |
| Podatek dochodowy                                                                                             | 5,4     | -5,7    | 27,5    | -8,9    | -12,1   | 14,8    | 21,4    | 21,7    | 22,7    | 24,6    |
| Udziałowcy mniejszościowi                                                                                     | -0,1    | -0,1    | -0,3    | -0,9    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Zysk netto                                                                                                    | 330,1   | 834,9   | 976,1   | 467,4   | 244,0   | 309,7   | 867,4   | 818,7   | 812,4   | 897,6   |
| zmiana                                                                                                        | -       | 153,0%  | 16,9%   | -52,1%  | -47,8%  | 26,9%   | 180,1%  | -5,6%   | -0,8%   | 10,5%   |
| marża                                                                                                         | 22,3%   | 35,9%   | 28,8%   | 12,6%   | 6,1%    | 6,2%    | 17,4%   | 16,5%   | 15,8%   | 16,5%   |
| Amortyzacja                                                                                                   | 93,0    | 139,7   | 194,9   | 263,3   | 293,9   | 312,7   | 308,5   | 296,8   | 287,0   | 279,1   |
| EBITDA                                                                                                        | 554,5   | 1 051,4 | 1 236,0 | 880,3   | 670,4   | 1 549,5 | 1 473,4 | 1 362,4 | 1 308,6 | 1 373,6 |
| zmiana                                                                                                        | 148,2%  | 89,6%   | 17,6%   | -28,8%  | -23,8%  | 131,1%  | -4,9%   | -7,5%   | -4,0%   | 5,0%    |
| marża EBITDA                                                                                                  | 37,5%   | 45,2%   | 36,5%   | 23,8%   | 16,7%   | 31,3%   | 29,6%   | 27,4%   | 25,4%   | 25,2%   |
| Liczba akcji na koniec roku (mln)                                                                             | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    |
| EPS                                                                                                           | 13,2    | 33,4    | 39,0    | 18,7    | 9,8     | 12,4    | 34,7    | 32,7    | 32,5    | 35,9    |
| CEPS                                                                                                          | 16,9    | 39,0    | 46,8    | 29,2    | 21,5    | 24,9    | 47,0    | 44,6    | 44,0    | 47,1    |
| ROAE                                                                                                          | 24,1%   | 37,7%   | 30,6%   | 12,8%   | 5,5%    | 6,5%    | 15,5%   | 13,5%   | 12,6%   | 13,1%   |
| ROAA                                                                                                          | 12,3%   | 22,4%   | 16,4%   | 6,7%    | 3,0%    | 3,4%    | 8,8%    | 8,0%    | 7,7%    | 8,3%    |

**Bilans**

| (mln UAH)                      | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014P   | 2015P   | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>AKTYWA</b>                  | 2 675,2 | 3 734,5 | 5 941,7 | 6 982,8 | 8 121,4 | 9 138,6 | 9 860,4 | 10 232,1 | 10 544,6 | 10 871,0 |
| Majątek trwały                 | 1 431,6 | 1 722,8 | 2 621,9 | 2 880,4 | 3 968,5 | 3 955,8 | 3 897,3 | 3 800,5  | 3 721,5  | 3 658,6  |
| Wartość niematerialne i prawne | 43,5    | 47,2    | 84,3    | 64,0    | 64,2    | 64,2    | 64,2    | 64,2     | 64,2     | 64,2     |
| Rzeczowe aktywa trwałe         | 1 219,5 | 1 485,6 | 2 101,9 | 2 363,7 | 3 432,8 | 3 420,1 | 3 361,6 | 3 264,8  | 3 185,8  | 3 122,9  |
| Wartość firmy                  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| Należności długoterminowe      | 8,7     | 13,9    | 49,1    | 52,7    | 8,7     | 8,7     | 8,7     | 8,7      | 8,7      | 8,7      |
| Inwestycje długoterminowe      | 148,2   | 172,4   | 384,9   | 400,0   | 462,8   | 462,8   | 462,8   | 462,8    | 462,8    | 462,8    |
| Długoterminowe RM              | 11,8    | 3,8     | 1,8     | 0,1     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0      | 0,0      | 0,0      |
| <b>Majątek obrotowy</b>        | 1 243,5 | 2 011,7 | 3 319,8 | 4 102,4 | 4 152,9 | 5 182,7 | 5 963,1 | 6 431,6  | 6 823,1  | 7 212,4  |
| Zapasy                         | 803,4   | 1 265,6 | 1 999,6 | 2 497,9 | 3 001,8 | 3 711,2 | 3 723,2 | 3 723,5  | 3 854,6  | 4 084,4  |
| Należności krótkoterminowe     | 186,6   | 307,6   | 572,7   | 702,4   | 516,2   | 638,1   | 640,2   | 640,3    | 662,8    | 702,3    |
| Aktywa biologiczne             | 230,8   | 412,5   | 563,4   | 774,2   | 555,6   | 297,9   | 297,9   | 308,6    | 323,3    | 328,7    |
| Inwestycje krótkoterminowe     | 0,0     | 13,7    | 130,2   | 46,2    | 47,5    | 47,5    | 47,5    | 47,5     | 47,5     | 47,5     |
| Środki pieniężne               | 22,3    | 11,9    | 53,2    | 81,3    | 29,5    | 485,4   | 1 251,7 | 1 709,2  | 1 932,4  | 2 046,7  |
| Krótkoterminowe RM             | 0,4     | 0,4     | 0,7     | 0,4     | 2,4     | 2,6     | 2,6     | 2,6      | 2,6      | 2,7      |

| (mln UAH)                           | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014P   | 2015P   | 2016P    | 2017P    | 2018P    |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| <b>PASYWA</b>                       | 2 675,2 | 3 734,5 | 5 941,7 | 6 982,8 | 8 121,4 | 9 138,6 | 9 860,4 | 10 232,1 | 10 544,6 | 10 871,0 |
| Kapitał własny                      | 1 369,1 | 2 212,7 | 3 193,3 | 3 663,1 | 4 451,4 | 4 761,1 | 5 582,0 | 6 053,8  | 6 456,9  | 6 867,0  |
| Kapitał akcyjny                     | 1,7     | 1,7     | 1,7     | 1,7     | 1,7     | 1,7     | 1,7     | 1,7      | 1,7      | 1,7      |
| Kapitał zapasowy                    | 370,4   | 369,8   | 369,8   | 369,8   | 369,8   | 369,8   | 369,8   | 369,8    | 369,8    | 369,8    |
| Zysk z lat ubiegłych                | 499,1   | 1 391,6 | 2 405,7 | 2 910,4 | 3 236,5 | 3 546,2 | 4 367,2 | 4 838,9  | 5 242,0  | 5 652,2  |
| Udziały mniejszości                 | 0,9     | 1,2     | 3,7     | 2,7     | 0,6     | 0,6     | 0,6     | 0,6      | 0,6      | 0,6      |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>  | 616,2   | 604,7   | 1 151,3 | 1 674,4 | 1 327,2 | 1 930,5 | 1 930,5 | 1 930,5  | 1 930,5  | 1 930,5  |
| Dług                                | 606,2   | 590,6   | 1 121,1 | 1 653,3 | 1 309,4 | 1 912,7 | 1 912,7 | 1 912,7  | 1 912,7  | 1 912,7  |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b> | 562,1   | 797,1   | 1 407,4 | 1 480,1 | 2 131,7 | 2 208,3 | 2 108,7 | 2 008,7  | 1 913,0  | 1 820,3  |
| Zobowiązania handlowe               | 185,7   | 195,5   | 342,2   | 417,3   | 337,8   | 364,4   | 364,8   | 364,8    | 369,1    | 376,4    |
| Dług                                | 376,5   | 601,6   | 1 065,3 | 1 062,8 | 1 793,9 | 1 843,9 | 1 743,9 | 1 643,9  | 1 543,9  | 1 443,9  |
| Rezerwy na zobowiązania             | 40,2    | 66,8    | 100,6   | 92,0    | 94,0    | 94,0    | 94,0    | 94,0     | 94,0     | 94,0     |
| Pozostałe                           | 86,6    | 51,9    | 85,4    | 70,5    | 116,5   | 144,1   | 144,5   | 144,5    | 149,6    | 158,5    |
| <b>Dług</b>                         | 982,6   | 1 192,3 | 2 186,4 | 2 716,1 | 3 103,3 | 3 756,6 | 3 656,6 | 3 556,6  | 3 456,6  | 3 356,6  |
| <b>Dług netto</b>                   | 960,3   | 1 180,4 | 2 133,2 | 2 634,8 | 3 073,8 | 3 271,2 | 2 404,9 | 1 847,4  | 1 524,2  | 1 309,9  |
| (Dług netto / Kapitał własny)       | 70,1%   | 53,3%   | 66,8%   | 71,9%   | 69,1%   | 68,7%   | 43,1%   | 30,5%    | 23,6%    | 19,1%    |
| (Dług netto / EBITDA)               | 1,7     | 1,1     | 1,7     | 3,0     | 4,6     | 2,1     | 1,6     | 1,4      | 1,2      | 1,0      |
| <b>BVPS</b>                         | 54,8    | 88,5    | 127,7   | 146,5   | 178,1   | 190,4   | 223,3   | 242,2    | 258,3    | 274,7    |

## Przepływy pieniężne

| (mln UAH)                         | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014P   | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przepływy operacyjne              | 158,5  | 224,2  | 47,5   | 163,5  | 398,2  | 1 015,0 | 1 438,8 | 1 329,7 | 1 126,9 | 1 090,3 |
| Zysk netto                        | 330,1  | 834,9  | 976,1  | 467,4  | 244,0  | 309,7   | 867,4   | 818,7   | 812,4   | 897,6   |
| Amortyzacja                       | 93,0   | 139,7  | 194,9  | 263,3  | 293,9  | 312,7   | 308,5   | 296,8   | 287,0   | 279,1   |
| Kapitał obrotowy                  | -111,8 | -587,0 | -946,0 | -579,7 | 134,7  | -777,4  | -13,2   | -0,3    | -144,3  | -253,2  |
| Pozostałe                         | -152,8 | -163,4 | -177,5 | 12,5   | -274,4 | 1 170,0 | 276,1   | 214,6   | 171,7   | 166,7   |
| Przepływy inwestycyjne            | -57,6  | -420,9 | -964,8 | -409,8 | -458,7 | -300,0  | -250,0  | -200,0  | -208,0  | -216,3  |
| CAPEX                             | -116,9 | -385,5 | -679,5 | -552,9 | -616,9 | -300,0  | -250,0  | -200,0  | -208,0  | -216,3  |
| Inwestycje kapitałowe             | 59,3   | -35,4  | -285,3 | 143,2  | 158,3  | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     |
| Przepływy finansowe               | -89,2  | 186,2  | 958,6  | 274,3  | 8,7    | -259,0  | -422,5  | -672,3  | -695,7  | -759,6  |
| Dług                              | -86,9  | 224,6  | 993,0  | 512,7  | 241,4  | 50,0    | -100,0  | -100,0  | -100,0  | -100,0  |
| Dywidendy/buy-back                | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | -2,6   | 0,0     | -46,5   | -347,0  | -409,3  | -487,5  |
| Pozostałe                         | -2,3   | -38,4  | -34,3  | -238,4 | -230,1 | -309,0  | -276,1  | -225,3  | -186,4  | -172,2  |
| Zmiana stanu środków pieniężnych  | 11,6   | -10,4  | 41,3   | 28,1   | -51,8  | 455,9   | 766,3   | 457,5   | 223,2   | 114,4   |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 22,3   | 11,9   | 53,2   | 81,3   | 29,5   | 485,4   | 1 251,7 | 1 709,2 | 1 932,4 | 2 046,7 |
| DPS (UAH)                         | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,1    | 0,0     | 1,9     | 13,9    | 16,4    | 19,5    |
| FCF                               | 320,4  | 84,7   | -417,0 | -61,2  | 619,0  | 199,6   | 1 188,8 | 1 151,1 | 948,3   | 884,9   |
| (CAPEX / Przychody ze sprzedaży)  | -7,9%  | -16,6% | -20,1% | -14,9% | -15,4% | -6,1%   | -5,0%   | -4,0%   | -4,0%   | -4,0%   |

## Wskaźniki rynkowe

|                                                  | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014P   | 2015P   | 2016P   | 2017P   | 2018P   |
|--------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| P/E                                              | 11,4    | 4,5     | 3,9     | 8,1     | 15,4    | 12,2    | 4,3     | 4,6     | 4,6     | 4,2     |
| P/E (bez rewaluacji aktywów biologicznych)       | 19,0    | 5,1     | 4,5     | 10,1    | -18,8   | 10,9    | 4,2     | 4,5     | 4,6     | 4,2     |
| P/CE                                             | 8,9     | 3,9     | 3,2     | 5,2     | 7,0     | 6,1     | 3,2     | 3,4     | 3,4     | 3,2     |
| P/BV                                             | 2,8     | 1,7     | 1,2     | 1,0     | 0,8     | 0,8     | 0,7     | 0,6     | 0,6     | 0,5     |
| P/S                                              | 2,5     | 1,6     | 1,1     | 1,0     | 0,9     | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 0,7     | 0,7     |
| FCF/EV                                           | 6,8%    | 1,7%    | -7,1%   | -1,0%   | 9,0%    | 2,8%    | 19,3%   | 20,5%   | 17,9%   | 17,4%   |
| EV/EBITDA                                        | 8,5     | 4,7     | 4,8     | 7,3     | 10,2    | 4,5     | 4,2     | 4,1     | 4,0     | 3,7     |
| EV/EBITDA (bez rewaluacji aktywów biologicznych) | 10,8    | 5,1     | 6,1     | 7,4     | -33,0   | 4,3     | 4,0     | 4,0     | 4,0     | 3,7     |
| EV/EBIT                                          | 10,2    | 5,4     | 5,7     | 10,4    | 18,2    | 5,7     | 5,3     | 5,3     | 5,2     | 4,6     |
| EV/S                                             | 3,2     | 2,1     | 1,7     | 1,7     | 1,7     | 1,4     | 1,2     | 1,1     | 1,0     | 0,9     |
| CFO/EBITDA                                       | 28,6%   | 21,3%   | 3,8%    | 18,6%   | 59,4%   | 65,5%   | 97,7%   | 97,6%   | 86,1%   | 79,4%   |
| Dyid                                             | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 1,2%    | 9,2%    | 10,9%   | 12,9%   |
| Cena (UAH)                                       | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  | 150,77  |
| Liczba akcji na koniec okresu (mln)              | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    | 25,0    |
| MC (mln UAH)                                     | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 | 3 769,3 |
| Kapitał udziałowców mniej. (mln UAH)             | 0,9     | 1,2     | 3,7     | 2,7     | 0,6     | 0,6     | 0,6     | 0,6     | 0,6     | 0,6     |
| EV (mln UAH)                                     | 4 730,5 | 4 950,9 | 5 906,2 | 6 406,9 | 6 843,7 | 7 041,1 | 6 174,8 | 5 617,3 | 5 294,2 | 5 079,8 |

**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**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 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**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku 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.

Dom Maklerski mBanku 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 Dom Maklerski mBanku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Dom Maklerski mBanku 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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Dom Maklerski mBanku S.A., 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 Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku S.A.

Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego mBanku 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 Domu Maklerskim mBanku S.A. 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.

**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 spółki Astarta**

| rekomendacja             | Akumuluj   | Trzymaj    | Kupuj      |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| data wydania             | 2013-09-09 | 2013-10-04 | 2014-01-15 |
| kurs z dnia rekomendacji | 64,01      | 70,38      | 65,50      |
| WIG w dniu rekomendacji  | 46717,04   | 50982,03   | 50605,74   |



**Michał Marczak**  
członek zarządu  
tel. +48 22 697 47 38  
[michal.marczak@mdm.pl](mailto:michal.marczak@mdm.pl)  
strategia, telekomunikacja, surowce, metale

#### **Departament analiz:**

**Kamil Kliszczyk**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.kliszczyk@mdm.pl](mailto:kamil.kliszczyk@mdm.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 697 47 37  
[michal.konarski@mdm.pl](mailto:michal.konarski@mdm.pl)  
banki

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 697 47 40  
[jakub.szkopek@mdm.pl](mailto:jakub.szkopek@mdm.pl)  
przemysł

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 697 49 64  
[pawel.szpigiel@mdm.pl](mailto:pawel.szpigiel@mdm.pl)  
media, IT

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 697 47 01  
[piotr.zybala@mdm.pl](mailto:piotr.zybala@mdm.pl)  
budownictwo, deweloperzy

#### **Departament sprzedaży instytucjonalnej:**

**Piotr Dudziński**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 22  
[piotr.dudzinski@mdm.pl](mailto:piotr.dudzinski@mdm.pl)

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[marzena.lempicka@mdm.pl](mailto:marzena.lempicka@mdm.pl)

#### **Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:**

**Matthias Falkiewicz**  
tel. +48 22 697 48 47  
[matthias.falkiewicz@mdm.pl](mailto:matthias.falkiewicz@mdm.pl)

**Dom Maklerski mBanku S.A.**  
ul. Wspólna 47/49, 00-684 Warszawa  
[www.mDomMaklerski.pl](http://www.mDomMaklerski.pl)

#### **Maklerzy:**

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mdm.pl](mailto:krzysztof.bodek@mdm.pl)

**Michał Jakubowski**  
tel. +48 22 697 47 44  
[michal.jakubowski@mdm.pl](mailto:michal.jakubowski@mdm.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mdm.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mdm.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mdm.pl](mailto:szymon.kubka@mdm.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mdm.pl](mailto:anna.lagowska@mdm.pl)

**Paweł Majewski**  
tel. +48 22 697 49 68  
[pawel.majewski@mdm.pl](mailto:pawel.majewski@mdm.pl)

**Adam Mizera**  
tel. +48 22 697 48 76  
[adam.mizera@mdm.pl](mailto:adam.mizera@mdm.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mdm.pl](mailto:adam.prokop@mdm.pl)

**Michał Roźmiej**  
tel. +48 22 697 49 85  
[michal.rozmiej@mdm.pl](mailto:michal.rozmiej@mdm.pl)

#### **Zespół Prywatnego Maklera:**

**Jarosław Banasiak**  
dyrektor biura aktywnej sprzedaży  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mdm.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mdm.pl)