

АСТАРТА ХОЛДИНГ ЗАБЫТЬ О ВЫСОКОЙ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ

По нашим оценкам, прибыль крупнейшего украинского производителя сахара Астарта во 2П13 и 2014 будет значительно ниже текущего консенсуса. Мы считаем, что в течение следующих 8-12 месяцев это должно привести к значительной коррекции цены акций Астарты. Мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ акции Астарта с пересмотренной целевой ценой \$13,4/акцию.

Высокие переходящие остатки сахара Астарты и в Украине. Мы не разделяем оптимизма многих инвесторов, считающих, что значительное сокращение производства сахара в 2013/14 сезоне приведет к повышению цен в ближайшее время. В условиях сильно ограниченных возможностей экспорта, внутренний рынок останется перенасыщенным как минимум до осени 2014. Ситуация с запасами Астарты еще более удручающая – мы прогнозируем, что избавиться от излишков 2011-2012 гг. компания сможет не раньше 2016 года.

Падение цен на зерновые приведет к фиксации убытков от переоценки биологических активов уже в 3К13. По нашим прогнозам, Астарта в 3К13 и 4К13 зафиксирует убытки по стандарту IAS 41 в общей сложности до 400 млн грн, что приведет к резкому снижению прибыли или даже квартальным убыткам, из-за низких цен на зерновые и относительно стабильной площади под озимые культуры в 2012 и 2013 гг. Мы прогнозируем снижение прибыли в 2013 в 2,3 раза г/г до 204 млн грн, а EBITDA – на 18% до 722 млн грн.

Наш прогноз на 2014 год также пессимистичнее консенсуса. Наша средняя прогнозная цена на сахар в 6,1 грн/кг позволяет прогнозировать валовую рентабельность в ключевом сегменте не выше 20%. При небольшом росте рентабельности в двух других сегментах, мы ожидаем рост EBITDA до 1,054 млн грн и чистой прибыли до 489 млн грн.

Средний рост выручки 4.6% в год в 2015-2022, операционная рентабельность ниже 19%. Мы не видим возможности Астарта продавать более 450-480 тыс тонн сахара в год. Также мы не ожидаем от компании серьезной активности на рынке M&A, а органический рост и приобретение локальных игроков с небольшим банком земли не принесет двузначного темпа роста прибыли. Более высокая маржа зернового и молочного сегментов будут компенсированы их небольшой долей в общей выручке.

Снижение рекомендации до ПРОДАВАТЬ с потенциалом снижения 42%. Акции Астарта сейчас торгуются по непривычно высоким мультипликаторам, что может указывать на их переоцененность. Учитывая наши прогнозы по прибыли и EBITDA на 2014 ниже консенсуса, эта диспропорция выглядит еще выше: текущий 2014 EV/EBITDA 7,3x превысил 2,5-годовой диапазон 3,6-6,7x. DCF модель также сигнализирует о 42%-ном потенциале падения цены акций на следующие 12м со справедливой ценой на уровне \$13,4/акцию.

Финансовые результаты и мультипликаторы

| | Продажи, млн грн | EBITDA, млн грн | Прибыль, млн грн | Рентабельность EBITDA | Чистая рентабельность | EV/S | EV/EBITDA | P/E |
|-------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|------|-----------|------|
| 2012 | 3,702 | 880 | 466 | 23.8% | 12.6% | 1.9 | 8.1 | 9.8 |
| 2013П | 3,988 | 722 | 204 | 18.1% | 5.1% | 1.9 | 10.3 | 22.3 |
| 2014П | 4,737 | 1,054 | 489 | 22.2% | 10.3% | 1.6 | 7.3 | 9.3 |
| 2015П | 5,169 | 1,083 | 495 | 20.9% | 9.6% | 1.5 | 7.0 | 9.2 |

Источник: данные компании, прогноз Арт Капитал

ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕЛЕВОЙ ЦЕНЫ ИЗМЕНЕНИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

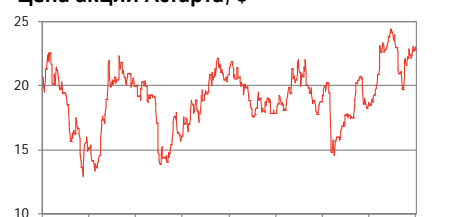
Андрей Патиота patiota@artcapital.ua

| AST PW | ПРОДАВАТЬ |
|-----------------------|-----------|
| Текущая цена | \$23.1 |
| Целевая цена (12-мес) | \$13.4 |
| Потенциал падения | -42% |

| | |
|---------------------------|------|
| Кол-во акций, млн | 25.0 |
| Стоимость предпр, \$млн | 881 |
| Рын. капитализация, \$млн | 578 |
| Free float, \$млн | 214 |

| | |
|---------------------------|-----------|
| Изменение за год, % | 12 |
| Пиковые значения, \$ | 24.4/14.5 |
| Изменение от пиков, % | -7/57 |
| Изменение за 1м % | 12 |
| Изменение за 3м % | 23 |
| Среднеднев. оборот \$млн | 0.2 |
| Цены на 09 октября 2013 г | |

Цена акций Астарта, \$



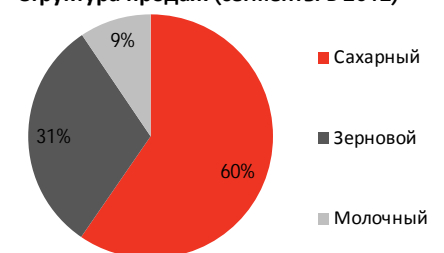
Oct-11 Jan-12 Apr-12 Jul-12 Oct-12 Jan-13 Apr-13 Jul-13 Oct-13

Источник: Bloomberg

Структура акционеров, %:

| | |
|------------------|------|
| Виктор Иванчик | 37.0 |
| Валерий Коротков | 26.0 |
| Free float | 37.0 |

Структура продаж (сегменты в 2012)



Источник: данные компании

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ

| Финансовые результаты (млн грн) | 2011 | 2012 | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Чистая выручка | 3,386 | 3,702 | 3,988 | 4,737 | 5,169 | 5,433 | 5,609 |
| Себестоимость | 2,158 | 2,765 | 3,228 | 3,512 | 3,872 | 4,015 | 4,104 |
| Валовая прибыль | 1,348 | 859 | 761 | 1,225 | 1,297 | 1,418 | 1,504 |
| ЕБИТДА | 1,236 | 880 | 722 | 1,054 | 1,083 | 1,170 | 1,241 |
| Амортизация | 195 | 263 | 282 | 295 | 305 | 309 | 313 |
| ЕБИТ | 1,041 | 617 | 440 | 758 | 778 | 861 | 927 |
| Проценты к уплате | 198 | 194 | 232 | 255 | 262 | 258 | 252 |
| Прибыль до налогообложения | 1,004 | 458 | 208 | 504 | 516 | 603 | 675 |
| Налог на прибыль | 27 | -9 | 4 | 15 | 21 | 30 | 34 |
| Чистая прибыль | 976 | 466 | 204 | 489 | 495 | 573 | 642 |
| Прирост (%) | 2011 | 2012 | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
| Чистая выручка | 45.4 | 9.3 | 7.7 | 18.8 | 9.1 | 5.1 | 3.2 |
| ЕБИТДА | 17.6 | -28.8 | -18.0 | 46.0 | 2.8 | 8.1 | 6.0 |
| ЕБИТ | 14.2 | -40.7 | -28.8 | 72.5 | 2.5 | 10.8 | 7.7 |
| Чистая прибыль | 16.9 | -52.2 | -56.3 | 139.8 | 1.4 | 15.7 | 12.0 |
| Баланс компании (млн грн) | 2011 | 2012 | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
| Денежные средства | 183 | 127 | 183 | 206 | 219 | 235 | 246 |
| Дебиторская задолженность | 573 | 703 | 779 | 875 | 930 | 1,001 | 1,046 |
| Запасы | 2,000 | 2,498 | 2,749 | 3,087 | 3,282 | 3,532 | 3,691 |
| Текущие биологические активы | 563 | 774 | 870 | 977 | 1,039 | 1,119 | 1,169 |
| Оборотные активы | 3,320 | 4,102 | 4,582 | 5,144 | 5,470 | 5,887 | 6,151 |
| Основные средства | 2,102 | 2,364 | 2,691 | 2,891 | 3,033 | 3,073 | 3,109 |
| Нематериальные активы | 84 | 64 | 55 | 59 | 62 | 63 | 63 |
| Биологические активы | 210 | 261 | 275 | 295 | 309 | 314 | 317 |
| Прочие необоротные активы | 226 | 192 | 31 | 32 | 33 | 34 | 35 |
| Необоротные активы | 2,622 | 2,880 | 3,051 | 3,277 | 3,438 | 3,483 | 3,525 |
| Активы | 5,942 | 6,983 | 7,633 | 8,422 | 8,907 | 9,371 | 9,676 |
| Краткосрочные займы и кредиты | 1,065 | 1,063 | 1,032 | 1,129 | 1,172 | 1,231 | 1,277 |
| Кредиторская задолженность | 95 | 173 | 150 | 166 | 192 | 224 | 275 |
| Текущие обязательства | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Прочие краткосрочные обязательства | 247 | 244 | 314 | 365 | 385 | 410 | 413 |
| Краткосрочные обязательства | 1,409 | 1,481 | 1,496 | 1,660 | 1,749 | 1,864 | 1,965 |
| Долгосрочные займы и кредиты | 1,121 | 1,653 | 2,040 | 2,163 | 2,075 | 1,975 | 1,812 |
| Прочие долгосрочные обязательства | 214 | 182 | 227 | 240 | 231 | 219 | 201 |
| Доходы будущих периодов | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Собственный капитал | 3,197 | 3,666 | 3,870 | 4,358 | 4,854 | 5,312 | 5,697 |
| Пассивы | 5,942 | 6,983 | 7,633 | 8,422 | 8,907 | 9,371 | 9,676 |
| Мультипликаторы и средние показатели | 2011 | 2012 | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
| P/E (x) | 4.7 | 9.8 | 22.3 | 9.3 | 9.2 | 7.9 | 7.1 |
| EV/ЕБИТДА (x) | 5.3 | 8.1 | 10.3 | 7.3 | 7.0 | 6.4 | 6.0 |
| EV/S (x) | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| P/BV (x) | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 |
| EPS (грн) | 39.0 | 18.7 | 8.2 | 19.5 | 19.8 | 22.9 | 25.7 |
| BVPS (грн) | 127.9 | 146.6 | 154.8 | 174.3 | 194.1 | 212.5 | 227.9 |
| Рентабельность/Платежеспособность (%) | 2011 | 2012 | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П |
| Валовая маржа | 39.8 | 23.2 | 19.1 | 25.9 | 25.1 | 26.1 | 26.8 |
| ЕБИТДА маржа | 36.5 | 23.8 | 18.1 | 22.2 | 20.9 | 21.5 | 22.1 |
| ЕБИТ маржа | 30.8 | 16.7 | 11.0 | 16.0 | 15.0 | 15.9 | 16.5 |
| Чистая маржа | 28.8 | 12.6 | 5.1 | 10.3 | 9.6 | 10.5 | 11.4 |
| ROE | 30.5 | 12.7 | 5.3 | 11.2 | 10.2 | 10.8 | 11.3 |
| ROA | 16.4 | 6.7 | 2.7 | 5.8 | 5.6 | 6.1 | 6.6 |
| Чистый долг к собств. капиталу | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| Чистый долг к ЕБИТДА | 1.6 | 2.9 | 4.0 | 2.9 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |

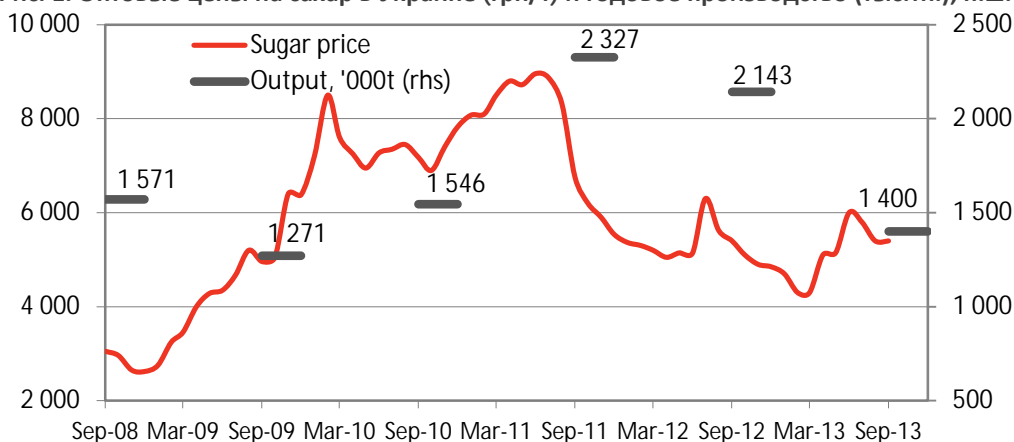
АНАЛИЗ И ПРОГНОЗ РЫНКА

Рынок сахара

Рынок сахара в Украине остается перенасыщенным. Несмотря на прогнозируемое существенное падение производства сахара в 2013/14 маркетингового года (МГ) до 1,35-1,45 млн тонн, Украина к концу МГ, по нашим оценкам, будет иметь существенные запасы продукта – от 500 до 600 тыс тонн. Практически все компании-лидеры рынка (и в первую очередь Астарта) не смогут избавиться от излишков, накопленных в течение двух предыдущих сезонов. Это означает, что цена в течение всего сезона скорее всего будет находиться на низком уровне, установленном в 2013 году – в пределах 5-6,5 тыс грн/тонну. Наш долгосрочный прогноз цены на 10 лет – в пределах 6,5 тыс грн/тонну (\$800/тонну) – мы не ожидаем ценовых всплесков, наблюдавшихся в начале 2010 и 2011 гг, поскольку практически каждый год на цену будет давить значительное превышение предложения над спросом внутри страны.

Сахар занимает 60% в структуре выручки Астарты

Рис. 1. Оптовые цены на сахар в Украине (грн/т) и годовое производство (тыс.тн.), п.ш.



Источник: данные компании

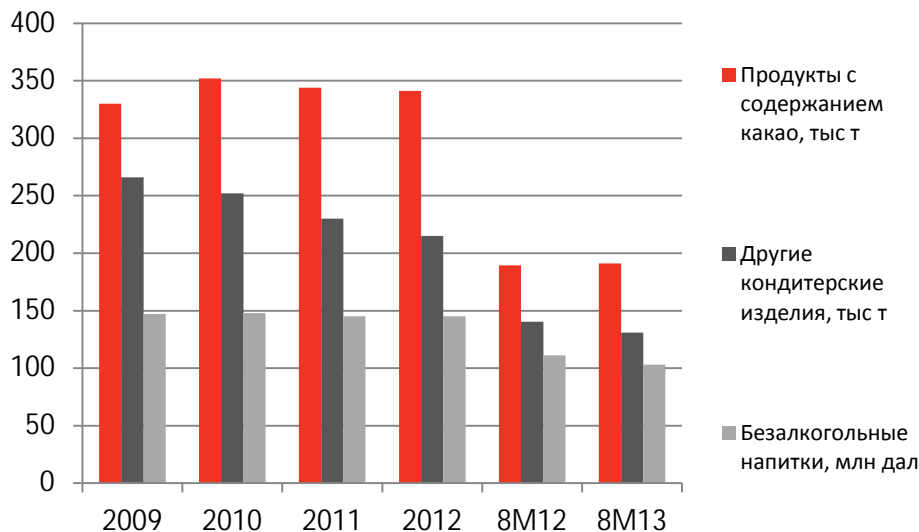
Свой прогноз мы аргументируем следующими предположениями:

- Ограниченные возможности экспорта не позволят «разгрузить» рынок.** Резкий рост экспорта в 2012/13 МГ, по нашему мнению, был кратковременным явлением. Можно сказать, что Украине повезло, и она смогла отправить на рынки СНГ рекордный за последние годы объем сахара – почти 140 тыс тонн. Мы считаем, что в текущем МГ Россия не допустит такой роскоши и легко «перекроет кислород» украинским производителям, используя рычаги Таможенного союза и зоны свободной торговли СНГ. Экспорт же в саму Россию фактически заблокирован высокой импортной пошлиной 0,33 евро/кг, а на огромный рынок ЕС (даже в случае подписания соглашения о зоне свободной торговли) – ограничен квотой в 20 тыс тонн в год. На других, более дальних, рынках со сложившимся дефицитом сахара будут продолжать доминировать производители тростникового сахара. Наш прогноз экспорта на 2013/14 МГ – не более 60 тыс тонн. Но даже 150 тыс тонн для Украины будет явно недостаточно при среднегодовом выпуске 2-2,2 млн тонн сахара.
- Основные отрасли-потребители сахара в 2013/14 году снизят закупки внутри Украины.** И кондитерский сегмент, и сегмент производства напитков находятся в фазе падения производства. Темпы роста покупательной способности украинских домохозяйств замедляются. Как следствие, потребление данных групп продуктов в Украине имеет тенденцию к падению в краткосрочном периоде. Для кондитеров дополнительным отрицательным фактором становятся периодические претензии российской стороны к качеству продукции и как следствие временные ограничения экспорта украинской продукции.

Россия «перекроет кислород» украинским производителям, используя рычаги Таможенного союза и зоны свободной торговли СНГ.

АНАЛИЗ И ПРОГНОЗ РЫНКА

Рис. 2. Объем производства продукции с наибольшим потреблением сахара



Источник: Укрстат

- Объемы закупок сахара домохозяйствами на розничном рынке не изменятся.** Розничный сегмент характеризуется относительно стабильным потреблением сахара независимо от экономической ситуации и доходов домохозяйств. Изменение привычек потребления – очень долгосрочный процесс, и он как минимум длиннее нашего прогнозного периода.
- Общая годовая потребность в сахаре внутреннего рынка Украины может быть ниже 1,8 млн тонн.** Вопреки сложившемуся мнению на рынке о потреблении 1,8-2,0 млн тонн продукта в год, фактические объемы в 2013/14 могут оказаться ниже, а переходящие остатки прошлого сезона выше, чем озвученная Министерством экономического развития и торговли цифра в 650 тыс тонн. Мы оцениваем запасы сахара на конец закончившегося МГ на уровне 0,9-1,0 млн тонн, а весь объем внутреннего рынка – 1,7 млн тонн. Оценка рынка снижена в основном из-за меньших потребностей кондитерской отрасли в нынешнем МГ.

Рынок зерна

Рынок зерновых и масличных в 2013/14 маркетинговом году будет под давлением низких цен. Как и в предыдущие годы, мы не прогнозируем проблем со сбытом украинского зерна и масличных культур на международном рынке. Даже если Украина в течение следующих 10 лет сможет увеличить производство зерна вдвое, оно будет востребовано ввиду быстро растущей потребности на развивающихся рынках Азии и Африки. Главным критерием, регулирующим спрос и предложение, останется цена. В первой половине 2013/14 МГ мы прогнозируем ее снижение в среднем на 15% г/г, с последующим восстановлением на 5% г/г в 2014 и 2015 гг.

АНАЛИЗ И ПРОГНОЗ РЫНКА

Рынок молока

Дефицит качественного молока и дальше будет помогать крупным производителям удерживать высокую рентабельность. Хотя индивидуальные хозяйства все еще занимают в общем объеме производства молока более 75%, более качественное сырье, произведенное на крупных фермах, пользуется огромным спросом у перерабатывающих предприятий. Это позволяет крупным хозяйствам удерживать высокую цену и соответственно получать высокую рентабельность. По нашим прогнозам, такая ситуация слабо изменится в ближайшие 10 лет, хотя доля индивидуальных хозяйств и будет постепенно снижаться – до 60-70% к 2020 году.

Рис. 3. Цены на сырое молоко в Украине, грн/т



Источник: данные компании

ПРОГНОЗ ОПЕРАЦИОННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Сахарный сегмент

В нашей модели мы прогнозируем сложности компании с реализацией основного продукта – сахара – на фоне больших переходящих остатков. Мы считаем, что продажа избыточных объемов будет основной задачей Астарта в ближайшие 3-5 лет, а также основным фактором, сдерживающим восстановление высокой рентабельности.

С 2010 года Астарта в своих квартальных и годовых отчетах крайне редко указывает объемы продаж сахара в натуральных величинах и средние цены реализации, ограничиваясь лишь динамикой продаж в процентном отношении по сравнению с предыдущим периодом. При этом акцент делается на хорошие производственные показатели и повышении эффективности производства (во всех трех сегментах). По нашему мнению, такая тактика выбрана для того, чтобы завуалировать достаточно высокие складские запасы сахара и проблемы с его реализацией.

Мы провели собственные расчеты объемов реализации сахара и его остатков на базе данных периодических отчетов компании. Результаты приведены в таблице 1. Фактические данные за 2011-2013 гг. могут не совпадать с нашими цифрами, но мы считаем, что погрешность наших расчетов невысокая и не влияет на общую картину. В этой же таблице представлены наши прогнозы на период с 2014 по 2018 год.

Табл. 1. Прогноз баланса производства и реализации сахара Астарта, тыс т

| | 2010/11 | 2011/12 | 2012/13П | 2013/14П | 2014/15П | 2015/16П | 2016/17П | 2017/18П |
|-------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Производство сахара | 230* | 370 | 430 | 380 | 400 | 410 | 420 | 430 |
| Продажи сахара | 215 | 318 | 350 | 400 | 420 | 440 | 450 | 460 |
| Баланс текущего МГ | 15 | 52 | 80 | -20 | -20 | -30 | -30 | -30 |
| Накопленный остаток за период | 15 | 67 | 147 | 127 | 107 | 77 | 47 | 17 |

* включая переработку 33 тыс т сахара-сырца

Источник: данные компании; Арт Капитал

Из таблицы видно, что на складах компании к концу 2012/13 МГ могло накопиться до 150 тыс тонн сахара. По нашим прогнозам Астарта сможет нормализовать баланс производства и реализации продукта к 2016-2017 году. Мы считаем, что в ближайшие 5 лет годовые объемы продаж компании на внутреннем рынке будут ограничены на уровне 380-400 тыс тонн из-за конкуренции и ограниченного круга крупных клиентов. Еще 20-50 тыс тонн Астарта будет пытаться реализовать на зарубежных рынках, где ее возможности еще больше лимитированы протекционизмом местных властей и конкуренцией с локальными и международными игроками.

Такая ситуация будет ограничивать возможности Астарта резко поднимать цены на сахар, несмотря на свое лидирующее положение на рынке. По нашему прогнозу, средняя цена реализации сахара увеличится на 11% г/г в 2014, а в дальнейшем средний темп роста цен составит 1% в год.

Табл. 2. Прогноз средней цены реализации сахара, грн/кг

| | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П | 2022П |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Средняя цена реализации | 5.5 | 6.1 | 6.2 | 6.3 | 6.3 | 6.4 | 6.4 | 6.5 | 6.5 | 6.5 |

Источник: Арт Капитал

Зерновой сегмент

По нашим прогнозам, Астарта продолжит стратегию незначительного увеличения земельного банка в регионах присутствия. Это позволит поддерживать текущий баланс собственной и покупаемой у третьих лиц сахарной свеклы в условиях растущих объемов производства. Новые участки земли также позволят нарастить производство зерновых и масличных культур для продажи третьим лицам в рамках рационального

ПРОГНОЗ ОПЕРАЦИОННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

севооборота земли.

Мы предполагаем, что площади посевов, не задействованные под собственные нужды, вырастут более чем на 50%, с 159 тыс га в 2013 году до 240-250 тыс га в 2021 году. Мы используем прогнозный средний рост урожайности культур 2% в год, а средняя цена реализации (по всем культурам) будет расти на 2-3% в год, начиная с 2015 года, согласно нашей модели.

Табл. 3. Прогноз операционных показателей зернового сегмента

| | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Площадь посевов, тыс га* | 159 | 170 | 182 | 193 | 203 | 213 | 223 | 235 | 246 |
| Рост средней урожайности | 15% | -5% | 5% | -2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| Рост средней цены реализации | -15% | 5% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |

* учтены площади под культуры для продажи третьим лицам

Источник: Арт Капитал

Молочный сегмент

Мы прогнозируем, что молочный сегмент продолжит динамично развиваться в следующие 10 лет. По нашим оценкам, молочное стадо будет расти на 4% в год, при этом производительность коров также будет постепенно увеличиваться в среднем на 1% в год. Как следствие, мы ожидаем увеличения продаж молока на 5-6% в год в натуральном выражении.

Дефицит качественного молока в Украине будет диктовать высокие цены на него в ближайшие годы. По нашим прогнозам, средняя цена реализации молока у Астарта будет расти в пределах 1% в год, даже несмотря на рекордно высокие цены на продукт в 2013 году.

Табл. 4. Прогноз операционных показателей молочного сегмента

| | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Молочное стадо на конец года | 15,800 | 16,600 | 17,400 | 18,200 | 19,200 | 20,300 | 20,800 | 21,400 | 21,900 |
| Средний годовой надой, кг | 5,800 | 6,000 | 6,100 | 6,200 | 6,300 | 6,350 | 6,350 | 6,400 | 6,400 |
| Производство молока, тыс т | 89 | 97 | 104 | 110 | 118 | 125 | 130 | 135 | 139 |
| Продажа молока, тыс т | 87.4 | 95.2 | 102.8 | 109.0 | 115.6 | 122.5 | 128.6 | 133.8 | 137.8 |
| Рост средней цены реализации | 13% | -2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 0% | 1% | 1% |

Источник: Арт Капитал

ПРОГНОЗ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Прогноз на 2013-2014 гг ниже консенсуса

Мы считаем, что значительное снижение цен на зерновые, а также новая коррекция цен на сахар, в течение последних нескольких месяцев сильно повлияют на финансовые результаты Астарты во втором полугодии. Это означает, что прибыль компании по итогам 2013 года может оказаться ниже консенсуса, а по нашим оценкам – даже ниже диапазона оценок на 2013 год, Bloomberg и Thomson Reuters. Наш прогноз по EBITDA 2013 года 722 грн (\$89 млн), по чистой прибыли – 204 млн грн (\$25 млн), или 8,16 грн/акцию (\$1.01/акцию).

Основной эффект снижения прибыли мы прогнозируем от убытков по переоценке и первичному признанию биологических активов. Последние три года Астарта фиксировала большую прибыль по стандарту IAS 41 («Сельское хозяйство») в третьем квартале, связанную в основном с посевом озимых, и сравнимый с ней убыток по этому же стандарту в последнем квартале года, связанный со сбором поздних культур и сезонным снижением цен. В этом году мы ожидаем изменение тенденции, а именно убытки по IAS 41 и в третьем, и четвертом квартале. Это связано с двумя факторами: 1) более резким, чем обычно, снижением цен на все зерновые и масличные в июле-сентябре и 2) значительной задержкой озимой посевной кампании из-за неблагоприятных погодных условий.

По нашим оценкам, общий убыток по IAS 41 за второе полугодие составит до 400 млн грн (\$47 млн), с более-менее равномерным распределением по кварталам. Более низкие цены на конец сентября по сравнению с 30 июня должны отразиться в отчетности компании за 3К13 в виде убытков от переоценки рыночной стоимости не только поздних культур (подсолнечник, соя и др.), но и ранних зерновых, проданных в 3К13 или находящихся на складах. А поскольку значительная доля озимых урожая 2014 года будет посеяна после 30 сентября, их вклад по IAS 41 в третьем квартале будет ограниченным. В четвертом квартале это частично компенсирует убытки, которые компания обычно фиксирует по данному стандарту. Возможен и вариант, что агрофирмы Астарты не смогут завершить осеннюю посевную в полном объеме, что тоже снизит эффект от первичного признания биологических активов в отчетности 2013 года.

Вторым негативным фактором, влияющим на отчетность во втором полугодии, будут цены на сахар. После заметного подъема в апреле-июне, на рынке Украины наступила новая коррекция, не позволившая ценам закрепиться выше отметки 6000 грн/тонну. По нашим оценкам, средняя цена продажи сахара в 2013 году будет на уровне 5500 грн/тонну. Как результат, валовую рентабельность сахарного сегмента Астарты мы прогнозируем на самом низком уровне с 2008 года – всего 14%.

В целом эти два фактора, по нашим прогнозам, не позволят Астарта выйти на чистую прибыль и положительную EBITDA во втором полугодии. Мы оцениваем чистый убыток 2П13 на уровне 354 млн грн (\$44 млн) и EBITDA на уровне минус 96 млн грн (минус \$12 млн).

В 2014 году мы ожидаем повышение валовой рентабельности во всех трех сегментах: в сахарном – на 6 п.п. до 20%, в зерновом – на 8 п.п. до 38%, и в молочном – на 1 п.п. до 33%. При этом прибыль по стандарту IAS 41 мы прогнозируем на уровне 100 млн грн. Это позволит улучшить операционную рентабельность на 5 п.п. до 16%, а рентабельность EBITDA – на 4 п.п. до 22%. Тем не менее, наш прогноз на 2014 год на данный момент существенно ниже консенсуса Bloomberg и Thomson Reuters, что может говорить о переоценке рынком возможностей Астарта генерировать прибыль в следующем году.

Основной эффект снижения прибыли от убытков по переоценке и первичному признанию биологических активов

ПРОГНОЗ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Табл. 5. Финансовые показатели в 2012 году и прогноз на 2013 и 2014 гг, млн.грн.

| | 1П12 | 2П12 | 2012 | 1П13 | 2П13П | 2013П | 2014П |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Чистая выручка | 1,498 | 2,204 | 3,702 | 1,757 | 2,231 | 3,988 | 4,737 |
| Валовая прибыль | 368 | 491 | 859 | 224 | 537 | 761 | 1,225 |
| <i>валовая маржа</i> | 25% | 22% | 23% | 13% | 24% | 19% | 26% |
| ЕБИТДА | 745 | 135 | 880 | 818 | -96 | 722 | 1,054 |
| <i>маржа ЕБИТДА</i> | 50% | 6% | 24% | 47% | -4% | 18% | 22% |
| Чистая прибыль | 551 | -85 | 466 | 558 | -354 | 204 | 489 |
| <i>чистая маржа</i> | 37% | -4% | 13% | 32% | -16% | 5% | 10% |

Источник: данные компании; Арт Капитал

Прогноз на 2015-2022 гг - рост менее 10% в год

Мы ожидаем средний рост выручки на 5% в год в следующие 8 лет до 6,8 млрд грн. При этом прогнозируется небольшой рост рентабельности ЕБИТДА с 21% в 2015 до 23% в 2022 году, и чистой рентабельности с 10% до 15%.

В своей модели мы связываем рост в основном с зерновым и молочным сегментом, поскольку по нашим прогнозам компания не сможет продавать более 450-480 тыс тонн сахара в год. Из них до 50 тыс тонн может быть экспортировано в случае удачной рыночной конъюнктуры. В Украине такой объем продаж будет соответствовать рыночной доле 23-28%. Учитывая текущее состояние отрасли и конкуренцию на внутреннем рынке, большую долю одному игроку в Украине будет сконцентрировать крайне сложно. Как результат, мы прогнозируем низкий рост продаж сахарного сегмента и довольно низкие цены на сахар в течение всего прогнозного периода. Валовая рентабельность ожидается на уровне 20-22%.

В зерновом сегменте мы ожидаем наивысший средний рост продаж – 10% в год. Этому будет способствовать как умеренное увеличение земельного банка, так и постепенно растущие цены и урожайность, согласно нашей модели. Рост валовой рентабельности ожидается всего на 2 п.п. до 37% – он будет сдерживаться прямыми затратами на производство, увеличивающимися одновременно с ростом цен на зерновые и масличные.

Наивысший темп роста рентабельности – на 5 п.п. до 40% - мы ожидаем в молочном сегменте за счет постоянного роста производительности коров и высокой стоимости качественного молока как сырья для перерабатывающих предприятий. Средний рост выручки в сегменте мы оцениваем на уровне 6% в год, в том числе и за счет постепенного повышения поголовья КРС.

ПРОГНОЗ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Табл. 6. Прогноз финансовых показателей по сегментам на 2013-2021 гг., млн грн

| | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П | 2017П | 2018П | 2019П | 2020П | 2021П |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Сахарный сегмент | | | | | | | | | |
| Внешние продажи | 2,309 | 2,946 | 3,137 | 3,260 | 3,260 | 3,386 | 3,459 | 3,588 | 3,588 |
| Темп роста продаж | 8% | 28% | 6% | 4% | 0% | 4% | 2% | 4% | 0% |
| Валовая рентабельность | 14% | 20% | 20% | 21% | 21% | 22% | 22% | 22% | 22% |
| Зерновой сегмент | | | | | | | | | |
| Внешние продажи | 1,127 | 1,202 | 1,391 | 1,489 | 1,626 | 1,777 | 1,941 | 2,120 | 2,316 |
| Темп роста продаж | 2% | 7% | 16% | 7% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| Валовая рентабельность | 30% | 38% | 35% | 36% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% |
| Молочный сегмент | | | | | | | | | |
| Внешние продажи | 428 | 457 | 499 | 534 | 572 | 612 | 643 | 675 | 703 |
| Темп роста продаж | 27% | 7% | 9% | 7% | 7% | 7% | 5% | 5% | 4% |
| Валовая рентабельность | 32% | 33% | 35% | 35% | 36% | 37% | 38% | 39% | 40% |
| Прочие продажи | | | | | | | | | |
| Внешние продажи | 125 | 131 | 142 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| Темп роста продаж | 4% | 5% | 8% | 6% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Валовая рентабельность | 6% | 6% | 7% | 7% | 8% | 8% | 9% | 9% | 9% |
| Суммарно все сегменты | | | | | | | | | |
| Общая выручка | 3,988 | 4,737 | 5,169 | 5,433 | 5,609 | 5,925 | 6,193 | 6,534 | 6,757 |
| Темп роста выручки | 8% | 19% | 9% | 5% | 3% | 6% | 5% | 5% | 3% |
| Валовая прибыль | 806 | 1,205 | 1,299 | 1,418 | 1,504 | 1,641 | 1,737 | 1,851 | 1,941 |
| Валовая рентабельность | 20% | 25% | 25% | 26% | 27% | 28% | 28% | 28% | 29% |
| Прибыль по IAS 41 | 94 | 100 | 75 | 70 | 70 | 70 | 75 | 75 | 75 |
| Операционная прибыль | 440 | 758 | 778 | 861 | 927 | 1,027 | 1,097 | 1,172 | 1,236 |
| Операционная маржа | 11% | 16% | 15% | 16% | 17% | 17% | 18% | 18% | 18% |

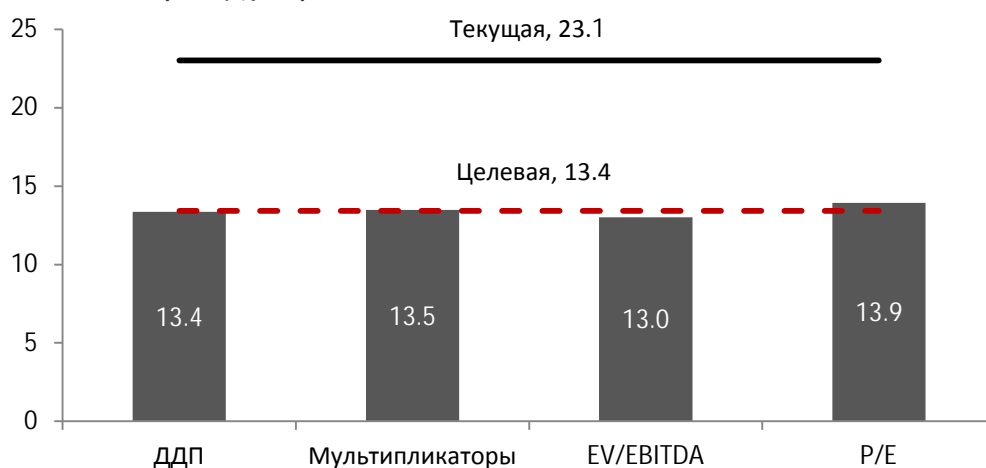
Источник: Арт Капитал

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Рекомендация ухудшена до ПРОДАВАТЬ; целевая цена понижена до \$13,4/акцию

Мы понижаем свою рекомендацию до ПРОДАВАТЬ, снизив целевую цену до \$13,4/акцию после пересмотра финансовых прогнозов и предположений. Наша целевая цена основывается на оценке по модели дисконтированных денежных потоков (ДДП) и анализу по мультипликаторам, учтенных в равных долях. Рассчитанная по ДДП справедливая стоимость через 12 месяцев оценивается на уровне \$13,4/акцию. Анализ мультипликаторов показывает 12-месячную целевую цену на уровне \$13,5/акцию. Сравнительный анализ также показывает, что на текущий момент акции Астарта торгуются с премией к своим аналогам: производителям свекловичного сахара и украинским агрохолдингам.

Рис. 4. Итоги оценки, \$/акцию.



Оценка по модели ДДП

Мы снизили рассчитываемую по модели ДДП справедливую цену с \$28,8/акцию (ноябрь 2011 года) до \$13,4/акцию. Столь серьезное снижение цены по сравнению с оценкой двухгодичной давности связано в первую очередь с кардинальным изменением рынка сахара в Украине в 2011/12 и 2012/13 МГ. Наш базовый сценарий предусматривает постепенную «безболезненную» девальвацию гривны по отношению к доллару США на 12,5% в течение 2014-2017 гг. до уровня 9 грн/\$, с последующей стабилизацией на этом уровне на фоне новой долгосрочной фазы экономического роста и улучшения платежного баланса Украины.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ

Оценка по мультипликаторам

Метод с использованием мультипликаторов прибыли показывает целевую цену Астарта на уровне 108 грн/акцию (\$13,5/акцию). Для определения целевой цены, мы использовали исторические значения мультипликаторов EV/EBITDA и P/E компании за последние 2,5 года и применили их для наших прогнозных показателей 2014 года в пропорции 50/50. По данным Bloomberg, с начала 2011 года акции Астарта торговались со средним мультипликатором EV/EBITDA 5,4x и средним P/E 5,7x.

Более высокие, чем исторические, текущие значения мультипликаторов EV/EBITDA и P/E 2013 года по акциям Астарта (7,5x и 8,7x, соответственно) мы связываем с неоправданно завышенными ожиданиями в отношении прибыли компании в 2014 году на фоне резкого снижения производства сахара в Украине. Мы считаем, что после обнародования компанией финансовых результатов за 9М13 и 2013 год хуже ожиданий рынка акции Астарта будут торговаться с мультипликаторами, близкими к средним значениям за 3 года, а консенсус-прогноз прибыли на 2014 год снизится.

Сравнительный анализ

Мы условно разделили компании-аналоги Астарта на две группы. В первую группу мы включили трех крупных европейских производителей свекловичного сахара и двух российских. Вторую группу сформировали два крупных агропромышленных холдинга с операциями в Украине – Кернел и МХП. Мы не включили во вторую группу производителя яиц Авангард по двум причинам: 1) более высокие риски компании, что отражается в постоянном дисконте по мультипликаторам, и 2) отсутствие собственного «зернового» бизнеса. Мы также не включили во вторую группу украинские и иностранные агрохолдинги с низкими диверсификацией бизнеса и вертикальной интеграцией зернового направления в виду значительно более высоких рисков, присущих таким компаниям.

По нашим оценкам, акции Астарта торгуются с мультипликаторами 7.3x EV/EBITDA и 9.3x P/E 2014 года. EV/EBITDA 2014П указывает на существенную премию в диапазоне 46-52% к обеим группам аналогов. Премия по P/E к украинским аналогам составляет 55%, к российским производителям еще выше. Мультипликаторы 2013 года указывают на более чем двукратную премию по P/E и в диапазоне 56-106% по EV/EBITDA.

Такие высокие премии по акциям Астарта мы связываем с тем, что консенсус-оценка EBITDA и чистой прибыли на 2013 и 2014 гг на текущий момент является завышенной. Мы ожидаем корректировку консенсус - прогноза в сторону понижения после публикации компанией отчетности за 9М13 (намечена на 14 ноября) и за весь финансовый год (в апреле 2014).

Табл. 10. Сравнительный анализ

| Company | Country | MCap, \$mn | EV/EBITDA | | P/E | |
|------------------------------------|----------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| | | | 2013E | 2014E | 2013E | 2014E |
| Suedzucker | Germany | 5,911 | 4.2 | 4.5 | 7.9 | 9.7 |
| Agrana Beteiligungs | Austria | 1,795 | 5.9 | 6.2 | 8.7 | 10.4 |
| Tate & Lyle | UK | 5,569 | 9.1 | 7.9 | 14.0 | 12.2 |
| Razgulay | Russia | 65 | 5.0 | 4.8 | 1.4 | 1.2 |
| Ros Agro | Russia | 610 | 4.6 | 3.3 | 5.3 | 3.5 |
| Beet sugar producers median | | | 5.0 | 4.8 | 7.9 | 9.7 |
| Kernel Holding | Ukraine | 1,250 | 6.6 | 5.1 | 9.1 | 6.4 |
| MHP S.A. | Ukraine | 1,638 | 6.6 | 4.8 | 7.9 | 5.6 |
| Ukrainian peers median | | | 6.6 | 5.0 | 8.5 | 6.0 |
| Astarta Holding | Ukraine | 570 | 10.3 | 7.3 | 22.4 | 9.3 |

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ

Засвидетельствование аналитика

Имя (имена) аналитика (-ков), который (-ые) является (являются) автором (-ами) данного отчета, указывается (-ются) на титульной странице данного отчета и таким образом подтверждает (-ют), что: 1) выводы, изложенные в данном отчете, точно отображают личное мнение автора (авторов) о рассматриваемых акциях и эмитентах; а также, что 2) гонорар автора не зависит, ни прямо, ни опосредованно, от конкретных рекомендаций или выводов, содержащихся в данном отчете.

Принцип определения инвестиционного рейтинга

Инвестиционный рейтинг отображает ожидания аналитиков ИГ «АРТ КАПИТАЛ» относительно будущего роста стоимости акций эмитента следующим образом:

| Рекомендация | Потенциал |
|--------------|-----------|
| ПОКУПАТЬ | >20% |
| ДЕРЖАТЬ | 5%-20% |
| ПРОДАВАТЬ | <5% |

Мы рекомендуем продавать акции с положительной доходностью до 5%, поскольку существуют депозиты и облигации с эффективной внутренней доходностью до 10%. В силу того, что акции являются более рисковыми активами, чем долговые инструменты, при одинаковой доходности ниже 5% на год, предпочтение нужно отдать долговым инструментам рефинансирования, а капитальные активы, соответственно, продавать. Ожидаемый потенциал роста может колебаться в зависимости от движения цены и волатильности рынка. Такие колебания допустимы и будут приводить к изменению рекомендаций по конкретным бумагам. Кроме того, мы используем рекомендацию СПЕКУЛЯТИВНАЯ ПОКУПКА, которая присваивается эмитентам повышенной рискованности. К критериям повышенной рискованности мы относим возможность резкого ухудшения финансового состояния эмитента, существенное различие между разными видами оценок стоимости эмитента и низкий экспертный рейтинг, определяемый ответственным аналитиком.

Рекомендации Арт Капитал на 01 октября 2013

| Покрытие | Спек.Покупать | Покупать | Держать | Продавать | Пересмотр | Приостановлена | Без оценки |
|-------------|---------------|----------|---------|-----------|-----------|----------------|------------|
| 49 | 2 | 9 | 1 | 1 | 8 | 10 | 17 |
| % от общего | 4% | 18% | 2% | 2% | 16% | 20% | 35% |

История рекомендаций



Список рекомендаций аналитика

| Ticker | Company | Industry | Recommendation | Upside |
|---------|----------------|------------------------|-----------------|--------|
| AST PW | Astarta | Agricultural Products | SELL | -41% |
| MHPC LI | MHP | Packaged Foods & Meats | BUY | 45% |
| AVGR LI | Avangard | Packaged Foods & Meats | Speculative BUY | 74% |
| MLK PW | Milkiland | Packaged Foods & Meats | BUY | 97% |
| KER PW | Kernel Holding | Agricultural Products | BUY | 26% |
| AGT PW | Agroton | Agricultural Products | Suspended | |



ИГ «АРТ-КАПИТАЛ»
Народного ополчения, 1
Киев, 03151, Украина
т. +380 (44) 490-51-85, 490-51-84
www.artcapital.ua

**ДЕПАРТАМЕНТ ПО ТОРГОВЫМ
ОПЕРАЦИЯМ И ПРОДАЖАМ**

st@artcapital.ua
+380 44 490 92 46

Руководитель департамента по
торговым операциям и продажам

Константин Шилин

shylin@artcapital.ua

Ведущий трейдер

Владимир Волков

volkov@artcapital.ua

Портфельный управляющий
инструментами с фиксир. доходностью

Иван Заражевский

iv.z@artcapital.ua

Трейдер на валютном рынке

Александр Лобов

lobov@artcapital.ua

Руководитель направления по работе
с частными инвесторами

Нина Базарова

bazarova@artcapital.ua

Специалист

по работе с частными клиентами

Роман Усов

usov@artcapital.ua

Руководитель отдела розничных
продаж;

Куратор программ Учебного центра

Виталий Бердичевский

berdichevsky@artcapital.ua

Ведущий

инвестиционный консультант

Марина Седова

sedova@artcapital.ua

Инвестиционный консультант

Александр Сукач

sukach@artcapital.ua

Специалист по работе с

корпоративными клиентами

Ольга Шулепова

shulepova@artcapital.ua

ДЕПАРТАМЕНТ

МЕЖДУНАРОДНЫХ ПРОДАЖ

is@artcapital.ua
+380 44 490 51 85

Руководитель департамента
международных продаж

Роман Лысюк

lysyuk@artcapital.ua

**АНАЛИТИЧЕСКИЙ
ДЕПАРТАМЕНТ**

research@artcapital.ua
+380 44 490 51 85

Руководитель
аналитического
департамента

Игорь Путилин

putilin@artcapital.ua

Старший аналитик:

Машиностроение

Алексей Андрейченко

andriychenko@artcapital.ua

Старший аналитик:

Потреб. сектор, TMT

Андрей Патиота

patiota@artcapital.ua

Редактор

Павел Шостак

shostak@artcapital.ua

Данный аналитический обзор был подготовлен аналитиком, имя которого указано на титульной странице документа. Данный обзор имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном обзоре, не предполагают полноты их описания. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в обзоре или исправлять возможные неточности. Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ» считает надежными, ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ» не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем обзоре. ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ» и связанные с ним третьи стороны, должностные лица и/или сотрудники и/или связанные с ними лица могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем обзоре и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем. Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа и могут не совпадать с мнением ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ». Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ЧАО «ИФК «АРТ КАПИТАЛ».