



**Ukraińska grupa  
rolnicza Astarta  
Holding NV  
odbudowuje  
swoją wartość**

Dr Marek Panfil



**TARTA-KYI**  
Industrial holdi

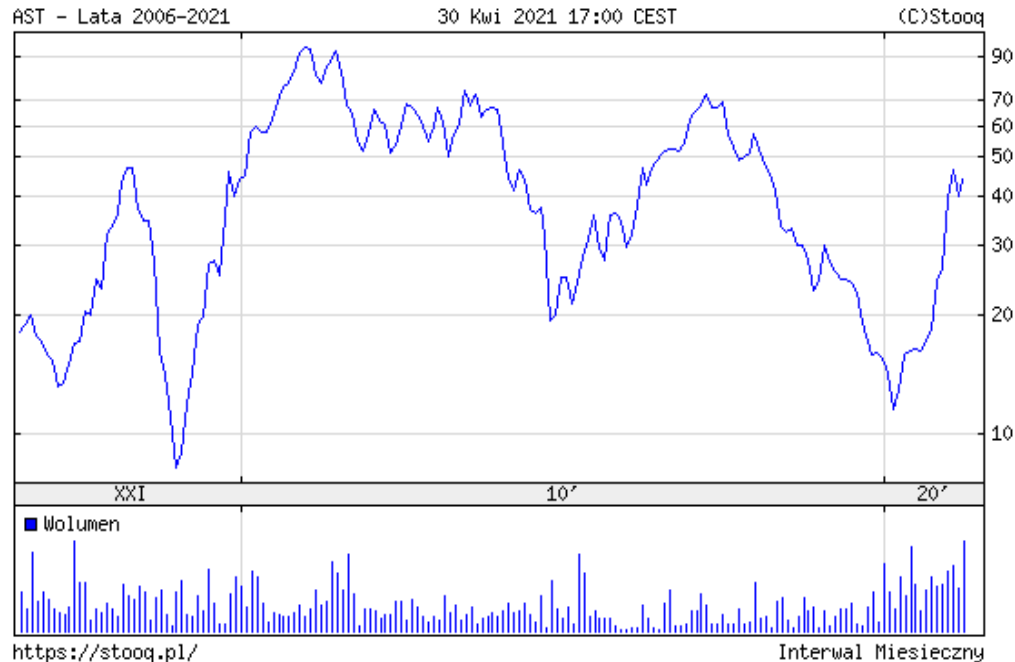
# Kluczowe informacje nt. Grupy Astarta

- ASTARTA Holding N.V. jest holenderską spółką publiczną zarejestrowaną w Amsterdamie w Holandii w dniu 9 czerwca 2006 r.
- W dniu 4 lipca 2006 roku udziałowcy Spółki wnieśli swoje udziały w spółce z siedzibą na Cyprze Ancor Investments Ltd do ASTARTA Holding NV.
- Po wniesieniu ASTARTA Holding NV jest właścicielem 100% kapitału zakładowego Ancor Investment Ltd.
- Ancor Investments Ltd posiada 99,99% udziałów w kapitale spółki „Astarta-Kyiv” LLC (Astarta-Kyiv) zarejestrowanej na Ukrainie, która z kolei kontroluje szereg spółek zależnych na Ukrainie (Grupa).



**ASTARTA-KYIV**  
agri-industrial holding

# Akcjogram Astarta



Pierwsze notowanie akcji na GPW w Warszawie odbyło się 17 sierpnia 2006 r. (19,05 zł na otwarciu i 19,0 zł na zamknięciu).

Na zamknięciu w dniu 30.04.2021 r. cena akcji Spółki wyniosła 43,8 zł, co dało wartość rynkową w wysokości **1,095 mld zł**. Wartość księgową: 1,54 mld zł. P/BV = 0,71

Free float: 9,15%

Liczba akcji: 25 mln szt.

Udział w indeksie WIG-Ukraina (8 spółek): 29,87%

Grupa według uchwał na najbliższe WZA (28 maja 2021 r.) proponuje przeznaczenie 0,50 EUR/akcja dywidendy za 2020 rok, co daje stopę dywidendy powyżej 6% (brak dywidend od IPO)

Cena akcji i kapitalizacja rynkowa Astarta

	2016	2017	2018	2019	2020	30.04.2021
Cena 1 akcji na zamknięciu	54,05	51,49	23,00	16,00	26,20	43,80
Kapitalizacja rynkowa w mln PLN	1,351	1,287	575	400	655	1,095

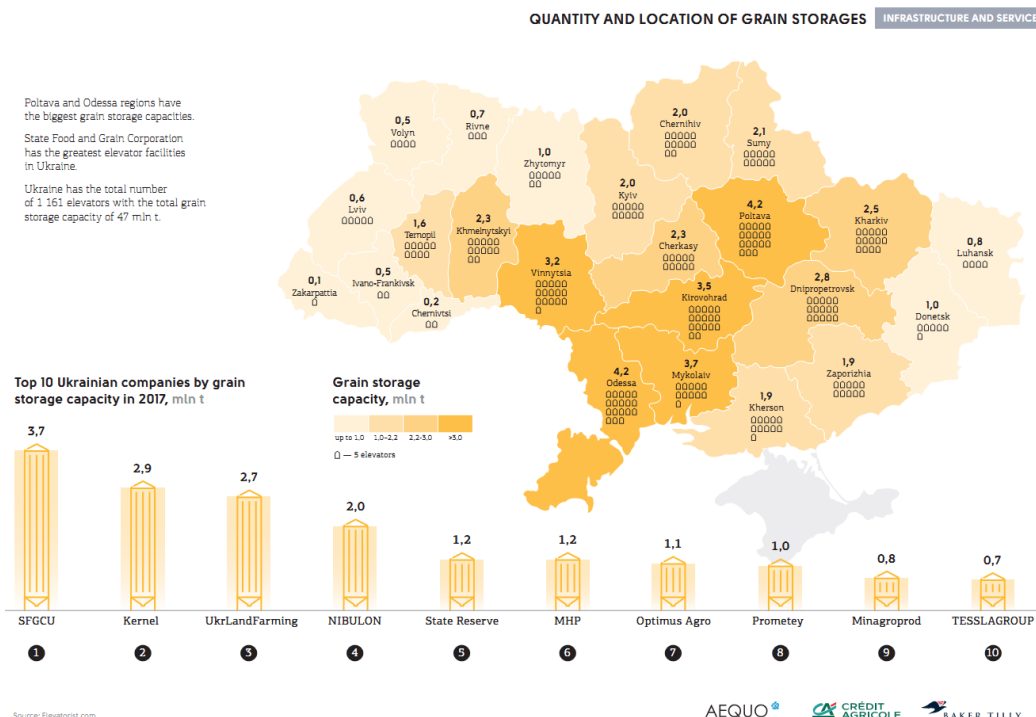
Źródło: [www.stooq.pl](https://www.stooq.pl)

# Profil działalności Grupy Astarta

Grupa specjalizuje się w:

- uprawie roślin (pszenicy, kukurydzy, słonecznika),
- produkcji cukru z buraków cukrowych z własnych upraw (cukier, melasa, pulpa),
- przetwórstwie soi (potrawy sojowe, olej sojowy) oraz
- hodowli bydła mlecznego (sprzedaż mleka).

Pola uprawne, zakłady przetwórstwa cukru i soi oraz hodowla bydła zlokalizowane są na Ukrainie głównie w obwodach połtawskim, winnickim, chmielnickim, czerniowskim, czerkaskim i charkowskim.



# Kluczowe wyniki Grupy Astarta

w mln Euro		2017	2018	2019	2020
Przychody		459	372	448	416
	<i>r/r</i>	124%	81%	120%	93%
Gross Profit		148	90	91	122
Gross Profit Margin		32%	24%	20%	29%
EBIT skorygowany (bez PPO, PKO)		90	23	21	68
Marża EBIT		20%	6%	5%	16%
EBITDA		120	68	78	112
	<i>r/r</i>	79%	57%	115%	144%
Marża EBITDA		26%	18%	17%	27%
Dług netto		130	324	376	129
Dług netto / EBITDA		1,08	4,76	4,82	1,15
Wynik netto		62	-18	2	9

Przychody Grupy składają się z czterech segmentów (Rolnictwo, Cukier, Soja, Bydło mleczne) i są uzależnione od warunków pogodowych na Ukrainie i od cen rynkowych, które kształtuje popyt i podaż w/w produktów rolniczych.

Mimo niższych o 7% przychodów Grupy w 2020r., wartość EBITDA wzrosła o 44%, a marża EBITDA wzrosła z 17% w 2019r. do 27% w 2020r.

Grupa istotnie zmniejszyła swoje zadłużenie na koniec 2020r., dług netto wyniósł 129 mln euro, co dawało bezpieczny wskaźnik 1,14 (dług netto/EBITDA) i oznaczało spadek z 4,82 na koniec 2019r.



# Astarta: Rolnictwo (pszenica, kukurydza, słonecznik)

Sprzedaż	2019	2020	2019	2020
	kt	kt	EUR/t	EUR/t
Pszenica	266	265	151	169
dynamika		-0.4%		11.9%
Kukurydza	714	630	154	150
dynamika		-11.8%		-2.6%
Słonecznik	103	83	294	325
dynamika		-19.4%		10.5%

w mln Euro	2019	2020
Przychody, w tym:	206	175
Kukurydza	110	94
Pszenica	40	45
Słonecznik	30	27
Koszty wytworzenia (Cost of Sales)	189	156
Zysk z przeszacowania Aktywów biologicznych i rolniczych	34	53
<b>Gross Profit</b>	<b>51</b>	<b>72</b>
Gross Profit Margin	25%	41%
Koszty zarządu (G&A)	14	13
Koszty sprzedaży (S&D)	28	18
Inne koszty	1	3
<b>EBIT</b>	<b>9</b>	<b>38</b>
Marża EBIT	4%	22%
<b>EBITDA</b>	<b>53</b>	<b>80</b>
Marża EBITDA	26%	46%
<b>CAPEX</b>	<b>21</b>	<b>10</b>

- Niższe o 20% zbiory zbóż i roślin oleistych w 2020 roku były powodem niższej produkcji pszenicy, kukurydzy i słonecznika.
- Ten spadek zbiorów był spowodowany niekorzystną pogodą (przedłużająca się susza we wschodnich i centralnych regionach Ukrainy oraz wiosenne przymrozki na Zachodzie).
- Przychody w segmencie „Rolnictwo” stanowiły 42% w łącznych przychodach Grupy w 2020r.**
- Wyniosły one 175 mln EUR w 2020 r. w porównaniu z 206 mln EUR w 2019 r. *Przyczyną spadku był spadek wolumenu sprzedaży kukurydzy w związku z niższymi zbiorami w 2020 r.*
- Eksport segmentu „Rolnictwo” stanowił **80%** wszystkich przychodów Grupy w 2020 r.
- Marża zysku brutto ze sprzedaży wzrosła z 25% do 41% dzięki redukcji kosztów, kompensując spadek przychodów.
- EBIT wzrósł z 9 do 38 mln Euro (marża EBIT z 4% do 22%)
- EBITDA wzrosła z 53 mln euro w 2019 roku do 80 mln euro w 2020 roku (marża EBITDA wzrosła z 26% do 46% w 2020r.)
- Średnia cena cukru w 2020r.: Ukraina 395 USD (+17% r/r) LIFFE: 376 USD (+13% r/r) NYBOT: 284 USD (+4% r/r)

- Astarta kontynuowała modernizację swojej floty maszyn rolniczych, wymieniając stare jednostki na nowe, co pozwala na znaczne oszczędności czasu, zasobów ludzkich, paliwa, konserwacji i kosztów personelu.
- Wśród technologii, które zostały wprowadzone i z powodzeniem przetestowane w 2020 roku są te, których celem jest zróżnicowanie siewu i aplikacji nawozów oraz monitorowanie upraw za pomocą satelitów i dronów.
- Spółka utworzyła Centrum Partnerstwa, aby wspierać wszechstronną i trwałą współpracę z niezależnymi rolnikami w regionach jej działalności w celu zwiększenia skupu buraków cukrowych, soi i zbóż.
- W 2020 roku jedna ze spółek zależnych Grupy uzyskała status producenta ekologicznego. Proces przestawiania na rolnictwo ekologiczne trwał trzy lata i zaowocował pierwszymi zbiorami 3,5 tys. ton pszenicy ozimej, soi, gryki i innych upraw ekologicznych.



# Astarta: Produkcja cukru („Cukier”)

Sprzedaż	2019	2020
Cukier, kt	301	329
dynamika		9,3%
Produkty uboczne (melasa, pulpa)	127	91
dynamika		-28,3%
Cena cukru EUR/t	345	351
dynamika		1,7%

w mln Euro	2019	2020
Przychody, w tym:	117	127
Koszty wytworzenia (Cost of Sales)	108	99
<b>Gross Profit</b>	<b>9</b>	<b>28</b>
Gross Profit Margin	8%	22%
Koszty zarządu (G&A)	6	6
Koszty sprzedaży (S&D)	12	7
Inne koszty	1	3
<b>EBIT</b>	<b>-9</b>	<b>12</b>
Marża EBIT	-8%	10%
<b>EBITDA</b>	<b>2</b>	<b>22</b>
Marża EBITDA	2%	17%
<b>CAPEX</b>	<b>1</b>	<b>2</b>

- W 2020 roku Astarta utrzymała pozycję lidera na ukraińskim rynku cukru z 20% udziałem.
- Ze względu na mniejsze zbiory buraków cukrowych, liczba przetworzonych buraków spadła z 2,0 mln ton w 2019 roku do 1,6 mln ton w 2020 roku, przy jednoczesnym spadku produkcji cukru o 25% rok do roku do 226 tys. ton.
- Spółka kontynuowała optymalizację majątku poprzez zmniejszenie liczby działających cukrowni z 6 do 5 w sezonie przerobu buraków cukrowych 2020.
- Przychody w segmencie „Cukier” stanowiły 31% w łącznych przychodach Grupy w 2020r.**
- Przychody wzrosły o 9% r / r do 127 mln EUR w wyniku wzrostu cen cukru o 2% r / r oraz wolumenu sprzedaży cukru o 9% r / r w 2020 r.
- Eksport segmentu „Cukier” stanowił 9% wszystkich przychodów Grupy w 2020r.
- Eksport spadł o 29% r / r do 5 mln EUR, ponieważ ceny lokalne były korzystniejsze w porównaniu z cenami światowymi.
- Marża zysku brutto ze sprzedaży wzrosła z 8% w 2019 do 22% w 2020 ze względu na obniżenie kosztu sprzedaży.
- Marża EBIT wzrosła z -8% do 10% w 2020r.
- EBITDA wzrosła z 2 mln euro w 2019 roku do 22 mln euro w 2020 roku (marża EBITDA wzrosła z 2% do 17% w 2020r.)

- Astarta w dalszym ciągu skupiała się na ograniczaniu strat oraz zachowaniu jakości buraków cukrowych podczas transportu.
- Według Krajowego Stowarzyszenia Producentów Cukru na Ukrainie wyprodukowano 1,15 mln t cukru (spadek o 22% rdr) przy 33 cukrowniach w sezonie produkcyjnym 2020.
- Spadek zbiorów buraków cukrowych z 10,2 mln ton w 2019 r. do 9,2 mln ton w 2020 r. wynikał ze zmniejszenia o 2% areálu buraków (niskie ceny międzynarodowe i lokalne od kilku lat), a także spadek plonów buraków z 46 w 2019 do 42 w 2020 i zawartości cukru z 15% w 2019 do 13% w 2020 ze względu na niekorzystne warunki pogodowe.
- Późniejsze rozpoczęcie sezonu przetwórczego buraków i niższe zapasy, spowodowały wzrost lokalnych cen cukru we wrześniu 2020 r., a trend utrzymywał się do 2021 r.
- Globalne ceny cukru wzrosły o 13% rok do roku do 376 USD z powodu niekorzystnych warunków pogodowych w głównym kraju eksportującym (Brazylia), a niższa produkcja w Tajlandii i UE doprowadziła do pogorszenia globalnych oczekiwań dotyczących produkcji. Ze względu na bardziej atrakcyjne lokalne środowisko cenowe w porównaniu z globalnym eksport z Ukrainy spadł o 36% rdr do 151 tys. ton w 2020 r.



# Astarta: Przetwórstwo sojowe („Soja”)



<b>Sprzedaż</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Sprzedaż mleka, kt	94	90
<i>dynamika</i>		-4.3%
Cena mleka EUR/t	326	330
<i>dynamika</i>		1.2%
<b>w mln Euro</b>		
Przychody, w tym:	35	33
		96%
Koszty wytworzenia (Cost of Sales)	28	25
Przeszacowanie aktywów biologicznych	9	1
<b>Gross Profit</b>	<b>16</b>	<b>10</b>
<i>Gross Profit Margin</i>	46%	29%
Koszty zarządu (G&A)	2	2
Koszty sprzedaży (S&D)	1	0
Inne koszty	0	0
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>7</b>
<i>Marża EBIT</i>	40%	22%
<b>EBITDA</b>	<b>16</b>	<b>9</b>
<i>Marża EBITDA</i>	45%	26%
<b>CAPEX</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>

- Przychody wyniosły 75 mln euro i spadły o 9% r / r ze względu na niższy wolumen sprzedaży.
  - Astarta przetworzyła 208 tys. ziaren soi w 2020 r., co oznacza spadek o 10% rok do roku.
  - **Przychody w segmencie „Soja” stanowiły 18% w łącznych przychodach Grupy w 2020r.**
  - Udział eksportu zmniejszył się z 89% do 76% w 2020 r., co odzwierciedla bardziej atrakcyjne ceny lokalne w porównaniu z cenami międzynarodowymi.
  - Marża zysku brutto ze sprzedaży spadła z 16% w 2019 do 15% w 2020 ze względu na niższe sprzedaży.
  - Marża EBIT wzrosła z 7% w 2019r. do 8% w 2020r.
  - EBITDA była na podobnym poziomie 7 mln euro w 2019-2020 (marża EBITDA wzrosła w zaokrągleniu z 9% w 2019r. do 10% w 2020r.)
  - W odpowiedzi na niekorzystne zmiany regulacyjne dotyczące eksportu soi w 2018 r. ukraińscy rolnicy zmniejszyli areał upraw soi z 1,6 mln ha w 2019 r. do 1,3 mln ha w 2020 r. Zmiany te zostały odwrócone w 2020 r., co pozwoliło na ewentualną przyszłą rozbudowę areału soi.
  - Silny popyt na soję ze strony zagranicznych konsumentów w połączeniu z niższymi zbiorami doprowadził do wzrostu cen o 29% r / r do 332 EUR: plony spadły o 9% rdr do 2,1 t / ha, a zbiory o 33% do 3,7 mln ton w 2020r. w porównaniu do 2019 r.
- Średnia ceny soi w 2020r.: ziarna soi 332 EUR (+29% r/r), olej sojowy: 606 EUR (+16% r/r), produkty sojowe 384 EUR (+24% r/r)

# Astarta: Hodowla bydła mlecznego („Bydło mleczne”)

<b>Sprzedaż</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Sprzedaż mleka, kt	94	90
<i>dynamika</i>		-4.3%
Cena mleka EUR/t	326	330
<i>dynamika</i>		1.2%

<b>w mln Euro</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Przychody, w tym:	35	33
		96%
Koszty wytworzenia (Cost of Sales)	28	25
Przeszacowanie aktywów biologicznych	9	1
<b>Gross Profit</b>	<b>16</b>	<b>10</b>
<i>Gross Profit Margin</i>	46%	29%
Koszty zarządu (G&A)	2	2
Koszty sprzedaży (S&D)	1	0
Inne koszty	0	0
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>7</b>
<i>Marża EBIT</i>	40%	22%
<b>EBITDA</b>	<b>16</b>	<b>9</b>
<i>Marża EBITDA</i>	45%	26%
<b>CAPEX</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>

- Przychody w segmencie „Bydło mleczne” stanowiły 8% w łącznych przychodach Grupy w 2020r.
- Przychody spadły o 4% r / r do 33 mln euro w 2020 r. przy 4% r / r niższym wolumenie sprzedaży mleka.
- Marża ze sprzedaży brutto spadła z 46% do 29% w 2020 roku ze względu na niższą wartość godziwą aktywów biologicznych i produktów rolnych.
- Marża EBIT spadła z 40% w 2019r. do 22% w 2020r.
- Marża EBITDA spadła z 45% do 26% w 2020 r.
- Wydajność wzrosła z 20,1 do 21,4 kg mleka dziennie na krowę w 2020 r. dzięki dalszym udoskonaleniom technologicznym w zakresie pasz dla zwierząt i optymalizacji stada.
- Produkcja mleka spadła o 4% rok do roku do 93 tys. ton w porównaniu ze średnią redukcją pogłowia bydła o 8% rok do roku do 22 tys. sztuk.
- Według Urzędu Statystycznego Ukrainy całkowite pogłowie krów na Ukrainie spadło do 1,7 mln sztuk (spadek o 5% rdr) w 2020 r., co spowodowało zmniejszenie produkcji mleka do 9,3 mln ton (o 4% rdr).

Średnia cena mleka na Ukrainie w 2020r.: 289 EUR (r/r)



# Grupa Astarta: Model FCFF

mIn Euro	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Przychody	441	449	458	468	477	486	496
+ Zysk z przeliczowania AP i AR	55	55	56	56	57	57	58
- Koszty wytworzenia (Cost of Sales)	382	389	397	405	413	422	430
= <b>Gross Profit</b>	<b>113</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>119</b>	<b>120</b>	<b>122</b>	<b>124</b>
Gross Profit Margin	26%	26%	25%	25%	25%	25%	25%
- Koszty zarządu (G&A)	24	26	27	29	31	32	34
- Koszty sprzedaży (S&D)	33	35	37	39	41	44	46
= <b>EBIT skorygowany</b>	<b>56</b>	<b>55</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>43</b>
Marża EBIT	13%	12%	12%	11%	10%	9%	9%
- Podatek (18%)	10	10	10	9	9	8	8
NOPAT	46	45	43	42	40	38	36
+ Amortyzacja	43	40	39	38	38	37	37
- CAPEX	18	33	34	34	35	36	37
- Zmiana KON	56	4	4	4	4	4	0
= <b>FCFF</b>	<b>15</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>36</b>
+ TV							<b>418</b>
= <b>FCFF + TV</b>	<b>15</b>	<b>47</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>454</b>
DCF @ WACC=8,58%	14	40	35	30	25	21	255
<b>EV</b>	<b>421</b>						
- Dług finansowy	152						
+ Aktywa nieoperacyjne i gotówka	25						
= <b>Equity Value w mln Euro</b>	<b>294</b>						
<b>Equity Value w mln PLN</b>	<b>1339</b>						
/ Liczba akcji w mln sztuk	25						
= EqV / akcję w PLN	<b>54</b>						

- Założono 6% wzrost przychodów ze sprzedaży w 2021r., a dalej bardzo konserwatywnie tylko 2% rocznie do końca prognozy. W 2020r. przychody spadły o 7%.
- Gross Profit Margin w 2020r. wyniosła 29%, przyjęto 26% w 2021r. i dalej 25%
- Marża operacyjna w 2020r. wyniosła 16%. Założono malejącą marżę 13% w 2021r., dalej 12% w latach 2022-2023 i docelowo 9% w 2027r.
- Wartość rezydualna – obliczono ją w oparciu o model Gordona, przy założeniach:
  - CAPEX nieco większy od amortyzacji
  - Zmiana KON = 0
  - Stopa wzrostu g w wysokości 0,742% (RONIC = WACC = 8,58%) wg wzoru:  $RONIC * (CAPEX - Amortyzacja + Zmiana KON) / NOPAT$

**Uwaga: ta kalkulacja nie jest rekomendacją inwestycyjną**

# Grupa Astarta: WACC

Dane branżowe	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
średnia beta dla branży	0,772	0,772	0,772	0,772	0,772	0,772	0,772
Rynkowy wskaźnik D/E	112,24%	112,24%	112,24%	112,24%	112,24%	112,24%	112,24%
średnia branżowa stopa podatkowa	15,77%	15,77%	15,77%	15,77%	15,77%	15,77%	15,77%
B unlevered sektora	<b>0,397</b>	<b>0,397</b>	<b>0,397</b>	<b>0,397</b>	<b>0,397</b>	<b>0,397</b>	<b>0,397</b>

## Dane ogólnorynkowe

stopa wolna od ryzyka	7,250%	7,250%	7,250%	7,250%	7,250%	7,250%	7,250%
premia za ryzyko rynkowe	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%	11,02%
Stopa podatkowa wycenianego podmiotu	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%

D/E średnie dla branży	112,2%	112,2%	112,2%	112,2%	112,2%	112,2%	112,2%
D/E rynkowe dla spółki	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%

## Dane wycenianego podmiotu

Beta wycenianego podmiotu	<b>0,602</b>	<b>0,602</b>	<b>0,602</b>	<b>0,602</b>	<b>0,602</b>	<b>0,602</b>	<b>0,602</b>
premia za wielkość	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ryzyko specyficzne	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
udział kapitału własnego (pod. wyceniany)	<b>38,69%</b>	<b>38,69%</b>	<b>38,69%</b>	<b>38,69%</b>	<b>38,69%</b>	<b>38,69%</b>	<b>38,69%</b>
udział kapitału obcego (pod. wyceniany)	<b>61,31%</b>	<b>61,31%</b>	<b>61,31%</b>	<b>61,31%</b>	<b>61,31%</b>	<b>61,31%</b>	<b>61,31%</b>
<b>koszt kapitału własnego (re)</b>	15,89%	15,89%	15,89%	15,89%	15,89%	15,89%	15,89%
koszt długu	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%	4,83%
WACC	<b>8,58%</b>	<b>8,58%</b>	<b>8,58%</b>	<b>8,58%</b>	<b>8,58%</b>	<b>8,58%</b>	<b>8,58%</b>

Źródło: prognozy własne

$$WACC = \frac{D}{D + E} * r_d * (1 - T) + \frac{E}{D + E} * r_e$$

Koszt kapitału (WACC) oszacowano na dość wysokim poziomie 8,63% w Euro, przyjmując:

- 7,25% stopę wolną od ryzyka (rentowność obligacji ukraińskich sprzedanych 23.07.2020r. Kwota emisji: 2 mld Euro.
- 11,02% ERP + CRP z bazy damodaran.com dla Ukrainy
- 0,602 współczynnik Beta na podstawie bazy damodaran.com dla branży Farming / Agriculture. Przyjęto docelowy D/E = 63%
- 2% premię za ryzyko specyficzne (ryzyko polityczne)
- 4,83% koszt kapitału obcego (średnie oprocentowanie długu w Euro) z raportu rocznego Astarta za 2020r.
- Podatek dochodowy: 18% (CIT na Ukrainie), choć spółka korzysta z różnych jurysdykcji (Holandia, Cypr, Szwajcaria), ale operacyjnie działa na Ukrainie.
- Docelową strukturę D/(E+D) na poziomie 61,31% vs. E/(E+D) na poziomie 38,69%

# Spółki porównywalne z Grupą Astarta

Nazwa	Kraj	MC (USD)	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/BV	EV/Sales	
			2021	2022	2021	2022		2021	2022
Cosan SA	Brazylia	7 887	6,4	5,6	13,0	11,1	3,0	0,7	0,7
Suedzucker AG	Niemcy	3 375	7,6	6,6	12,6	na	1,0	0,8	0,7
Kernel Holding SA	Ukraina	1 174	4,4	4,4	5,0	na	0,3	0,4	0,4
Bunge Ltd	USA	12 134	10,6	10,6	12,3	13,1	1,8	0,5	0,5
Dhampur Sugar Mills Ltd	Indie	191	4,7	4,2	na	na	0,8	0,6	0,6
KWS Saat SE & Co KGaA	Niemcy	2 968	11,2	10,5	14,5	na	2,1	2,2	2,1
Dangote Sugar Refinery PLC	Nigeria	516	3,1	2,9	4,3	na	na	0,8	0,7
Ros Agro PLC	Rosja	1 612	8,2	8,0	8,5	7,7	0,9	1,5	1,4
Sipef NV	Belgia	601	8,0	6,5	11,4	8,7	0,9	2,3	1,9
Andersons Inc/The	USA	969	9,1	8,4	na	na	na	0,3	0,3
GrainCorp Ltd	Australia	901	6,3	7,0	11,9	12,3	1,0	0,4	0,4
Astarta	Ukraina	229	3,8		6,2		0,7	1,0	
Dyskonto/premia			-50%		-52%		-27%	48%	
<b>Mediana</b>			7,6	6,6	11,9	11,1	1,0	0,7	0,7
<b>Średnia</b>			7,2	6,8	10,4	10,6	1,3	0,9	0,9
<b>Min</b>			3,1	2,9	4,3	7,7	0,3	0,3	0,3
<b>Max</b>			11,2	10,6	14,5	13,1	3,0	2,3	2,1

Na podstawie analizy 10 porównywalnych spółek można stwierdzić, że ceny akcji Astarta na dzień 30.04.2021 r. były niedowartościowane:

- o 50% w oparciu o mnożnik EV/EBITDA 2021,
- o 52% w oparciu o mnożnik EV/EBIT 2021,
- o 27% w oparciu o mnożnik EV/S 2021

W oparciu o mnożnik P/BV 2021 dla Astarta był wyższy o 47%.

Zdaniem autora cztery czynniki mogą o tym decydować:

- ryzyko polityczne – nierozwiązany konflikt z Rosją,
- niski free float (9,16% v. 60,84% dla akcji Kernel),
- wysokie zadłużenie, co determinuje wysokie koszty finansowe i niski wynik finansowy netto,
- brak dywidendy (po raz pierwszy ma być wypłacona dywidenda za 2020r. w wysokości 0,5 euro / akcję tj. ok. 2,3 zł / akcję).

**Uwaga: ta kalkulacja nie jest rekomendacją inwestycyjną**

Źródło: obliczenia własne



# W poszukiwaniu implikowanej wartości wg metody porównawczej

<b>Implikowana EV w mln Euro</b>	<b>30.04.2021</b>	<b>31.12.2021</b>
EV/EBITDA	845	657
EV/EBIT	667	627
EV/S	284	287
Średnia arytmetyczna EV	598	524
Średnia EV	561	
- Dług finansowy	152	
+ Aktywa nieoperacyjne i gotówka	25	
= <b>Equity Value na bazie (EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/S)</b>	<b>434</b>	
<b>Equity Value na bazie P/BV</b>	<b>329</b>	
<b>Średnia z w/w Equity Value</b>	<b>382</b>	
Dyskonto za niski free float (9,16%)	20%	
<b>Equity Value po dyskoncie w mln Euro</b>	<b>306</b>	
<b>Equity Value po dyskoncie w mln PLN</b>	<b>1391</b>	
/ Liczba akcji w mln sztuk	25	
<b>Equity Value na akcję w PLN</b>	<b>56</b>	

Źródło: obliczenia własne



**Uwaga: ta kalkulacja nie jest rekomendacją inwestycyjną**

# Zapraszam do kontaktu

Doświadczenia zawodowe zdobywał w Kanadzie:

- w **KGHM International** – jako **Internal Audit Manager** oraz
- w **EY** jako **Manager w Transaction Advisory Service, Valuation and Business Modeling**,

W Polsce (w firmach konsultingowych tj.

- **PONT Sp. z o.o.**, w **AT Kearney** czy jako
- **niezależny członek rad nadzorczych w KGHM Polska Miedź, Interferie, NDM**, a także jako
- wykładowca, mentor, kierownik studiów podyplomowych w SGH w Warszawie.

- Aktualnie wykładowca w Katedrze Finansów **Akademii Leona Koźmińskiego** i kierownik merytoryczny studiów podyplomowych „**Wycena przedsiębiorstwa i modelowanie finansowe**”.
- Rozwija własną praktykę wyceny przedsiębiorstw i aktywów niematerialnych: [marekpanfil.com](http://marekpanfil.com)**
- Absolwent SGH w Warszawie, Stypendysta / stażysta w **NYU Stern School of Business, IESE Business School**.
- Autor wielu publikacji z zakresu wyceny przedsiębiorstwa, private equity i venture capital, zarządzania finansami przedsiębiorstwa, oceny opłacalności projektów inwestycyjnych.
- Członek Stowarzyszenia Biegłych Wyceny Przedsiębiorstw
- Instruktor Francuskiego Instytutu Gospodarczego Sp. z o.o.